

الهيئة السلامية العالمية للاقتصاد والتمويل
اللجنة العلمية لمشروع دراسات الأسواق المالية
سلسلة الإصدارات الدورية

آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ مشارك – قسم الاقتصاد – كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية – الرياض.

أعدت الدراسة ضمن مشروعات اللجنة العلمية لدراسات الأسواق المالية في مركز البحوث بالهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل. والآراء الواردة فيها تعبر عن آراء الكاتب، ولا تعبر بالضرورة عن رأي الهيئة.


بسم الله الرحمن الرحيم

تقديم الدراسة من قبل الهيئة

آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية
ونظرات في أبعادها الفقهية

المحتويات

	ملخص الدراسة	١
١	**مقدمة**	
٢	**نقل الملكية واستقرارها: مدخل فقهي**	
	٢ـ١ انتقال الملك بالبيع واستقراره وتوثيقه	
	٢ـ٢ أنواع البيوع حسب نوع العوضين ووقت التسليم	
	٢ـ٣ صور القبض	
	٢ـ٤ آثار القبض في عقد البيع	
٣	**المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء**	
	٣ـ١ فتح الحساب	
	٣ـ٢ طلب تنفيذ أمر	
	٣ـ٣ إرسال الأمر إلى السوق	
	٣ـ٤ تنفيذ الأمر	
	٣ـ٥ تسجيل معلومات الصفقة	
	٣ـ٦ المقارنة مع الطرف المقابل	
	٣ـ٧ المقاصة	
	٣ـ٨ التسوية	
٤	**آليات التسوية**	
	٤ـ١ التسوية الإجمالية والصافية	
	٤ـ٢ توقيت التسوية	
	٤ـ٣ المعالجة المتكاملة للصفقات	

٥ مخاطر التسوية

٦ التسوية في أسواق مالية مختارة

٦- ١ أسواق الأسهم الأمريكية

٦ – ٢ سوق الأسهم السعودية

٦ – ٣ سوق لندن للمعادن

٦ - ٤ التسوية في سوق العملات

٧ مستقبل آليات التسوية

٨ ملاحظات ختامية

المراجع

آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية
ونظرات في أبعادها الفقهية

ملخص الدراسة

تستعرض هذه الدراسة آلية تسوية الصفقات في الأسواق المالية عموما، مع التركيز على الآليات المطبقة في عدد من الأسواق ذات الأهمية النسبية. تبدأ الدراسة بمقدمة ومدخل فقهي حول موضوع نقل الملكية، ثم تسرد الخطوات التي يسلكها المتداول في السوق المالي ابتداء من فتحه حساباً لدى السمسار، وإرسال أمره إلى السوق، وانتهاء بتسوية الصفقة في حالة تنفيذ الأمر، مع الإشارة إلى أهم آليات التسوية، وأبرز مخاطرها. ثم تستعرض الدراسة بعد ذلك آلية التسوية في أربعة أسواق مالية مختارة هي: أسواق الأسهم الأمريكية، وسوق الأسهم السعودية، وسوق لندن للمعادن، وسوق العملات. وتستشرف الدراسة في نهايته مستقبل عملية تسوية الصفقات، وتختم بمقارنة إجراءات تسوية الصفقات في الأسواق المالية بأحكام نقل الملكية في الفقه، والانعكاسات المحتملة لتطور آليات التسوية على مجال التعاملات المقبولة من الناحية الشرعية في الأسواق المالية.

١ مقدمة

يترتب على أي صفقة، أن يقوم المشتري بدفع الثمن مقابل قيام البائع بتسليم المثمن سواء كان سلعة أو خدمة أو ورقة مالية، وقد يكون المثمن ثمناً آخراً كما هو الحال في صرف العملات.[١] والدفع قد يكون بنقود أو بطاقة مصرفية وقت المبادلة، وهنا يتزامن وقت إنشاء العقد مع وقت دفع الثمن واستلام المثمن، أو بعبارة اصطلاحية يتزامن وقت تنفيذ الصفقة مع وقت مقاصتها ووقت تسويتها. ومن أمثلتها الصفقات العادية اليدوية كالشراء من أسواق التموين، والصفقات الإلكترونية التي تحدث من خلال نقاط البيع. ولكن قد يكون الدفع بشيك أو بطاقة ائتمان أو إيداع أو تحويل إلكتروني، وهنا قد لا يتطابق وقت إنشاء العقد مع وقت دفع الثمن أو وقت استلام المثمن أو كليهما، أو بعبارة أخرى يتراخى وقت مقاصة ثم تسوية الصفقة عن وقت تنفيذها.

ويقصد بالمقاصة clearing هنا معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيداً للتسوية. أما التسوية settlement فيقصد بها الدفع الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المثمن من البائع إلى المشتري. وبالرغم من إمكانية التفريق بين المقاصة والتسوية من الناحية النظرية، إلا أنه في الواقع العملي يتولى كلا الوظيفتين في الغالب جهة واحدة يطلق عليها عادة شركة المقاصة، أو بيت المقاصة. حيث تقوم هذه الشركة بعملية المقاصة والترتيب مع الأطراف ذات العلاقة لإتمام عملية التسوية.[٢]

تهدف هذه الدراسة إلى توصيف آلية مقاصة وتسوية الصفقات في الأسواق المالية، مع التركيز على الآلية المطبقة في عدد من الأسواق ذات الأهمية النسبية. فالدراسة ذو طابع وصفي، ولا تنزع إلى التحليل الفقهي الذي يروم الوصول إلى اجتهاد في المسائل المطروحة.

[١] يطلق مصطلح الدفع payment على نقد الثمن من المشتري إلى البائع، ومصطلح التسليم delivery على تسليم المثمن من البائع إلى المشتري.

[٢] عادة ما يطلق على العمليات المرتبطة بالمقاصة والتسوية بعمليات السوق الخلفية Back Office Operations، لأنها تتم في مكان مختف عن أنظار المتداولين بالأوراق المالية.

وللربط بين الجانب الفقهي لنقل الملكية واستقرارها وتوثيقها وتطبيقاتها في الأسواق المالية، ضُمّنت الدراسة في بدايته مدخلاً فقهياً حول هذه المسائل. كما لم تغفل الدراسة الإشارة في ثناياه وخاتمته إلى بعض الملاحظات ذات الدلالات الفقهية حول واقع آليات نقل الملكية كما تطبقها أبرز الأسواق المالية القائمة، وانعكاسات التطورات المتوقعة في هذه الآليات على التعاملات الإسلامية في هذه الأسواق مستقبلاً.

ولتحقيق هدف الدراسة جرى تقسيمها على النحو الآتي: تبدأ الدراسة بمدخل فقهي حول موضوع نقل الملكية والتسوية، ثم يسرد في الأقسام التالية الخطوات التي يسلكها الأمر ابتداء من فتح العميل حساباً لدى السمسار، وطلب تنفيذ الأمر، وانتهاء بتسوية الصفقة، مع الإشارة إلى أهم الجهات ذات العلاقة بعملية نقل ملكية الأوراق المالية، ودور كل جهة، وتفاصيل آليات التسوية، وأهم المخاطر التي تهدد إكمال التسوية وتوثيق نقل الملكية. ثم تستعرض الدراسة بعد ذلك آليات التسوية في أسواق مختارة هي أسواق الأسهم الأمريكية، وسوق الأسهم السعودية، وسوق لندن للمعادن، وسوق العملات. وتستشرف الدراسة بعد ذلك التطورات المتوقعة في آليات التسوية في الأسواق المالية، ثم يختتم باستخلاص أهم النتائج، ومقارنة آليات نقل الملكية في الأسواق المالية بالجانب الفقهي لهذه المسألة، والانعكاسات المحتملة لتطورها على مساحة التعاملات الإسلامية المقبولة في الأسواق المالية.

٢ نقل الملكية واستقرارها: مدخل فقهي[٣]

٢-١ انتقال الملك بالبيع واستقراره وتوثيقه

يترتب على عقد البيع الصحيح انتقال الملك، فيملك البائع الثمن، ويملك المشتري المبيع. كما يترتب عليه التزام المشتري بأداء الثمن الحال، والتزام البائع بتسليم المبيع للمشتري. وينتهي البيع بالتقابض والمتمثل بتنفيذ هذه الالتزامات.[٤] ولا يمنع من انتقال الملك في المبيع أو الثمن كونهما ديوناً ثابتة في الذّمّة إذا لم يكونا من الأعيان، لأنّ الدّيون تملك في الذّمم ولو لم تتعيّن، فإنّ التّعيين أمر زائد عن أصل الملك، فقد يحصل مقارناً له، وقد يتأخّر عنه إلى أن يتمّ التّسليم كالمبيع

[٣] معظم مادة المدخل الفقهي مستقاة من الموسوعة الفقهية (الموسوعة : ١٤٠٧هـ)، وسيتم توثيق المصدر فيما يلي بالإشارة إلى المادة في الموسوعة بالإضافة إلى رقم المجلد والصفحة.

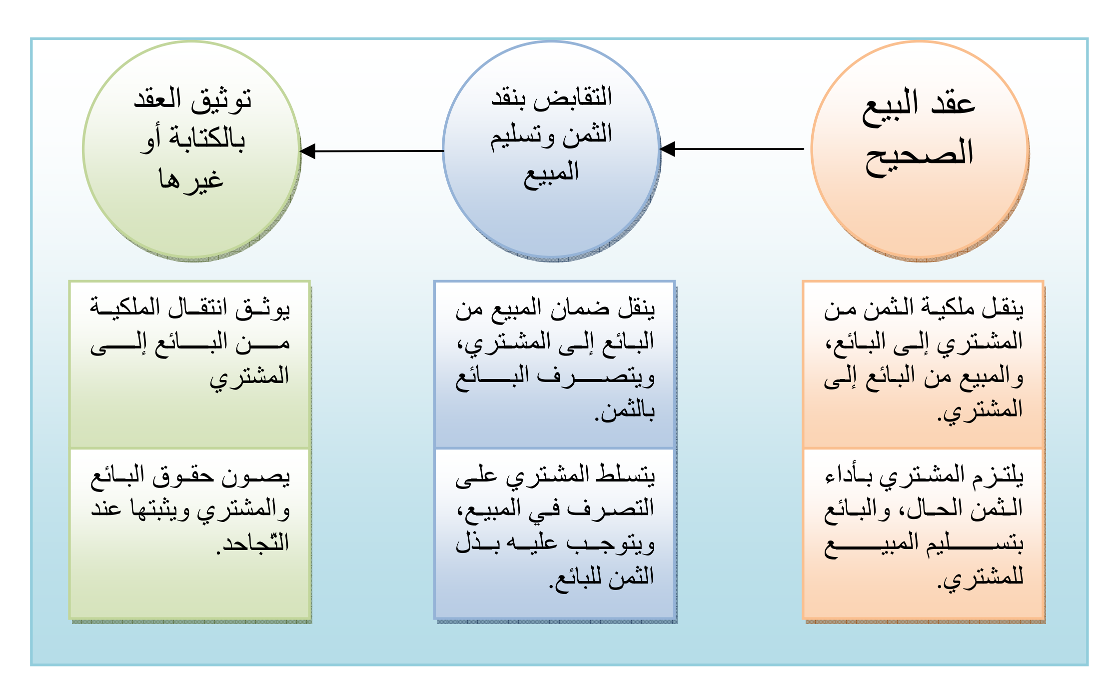
[٤] كما ينتهي باتفاق الطرفين على الإقالة، ويترتب على ذلك التراد بإعادة الثمن إلى المشتري واعادة السلعة إلى البائع، وينتهي أيضا بطروء سبب من أسباب الفسخ المقررة شرعاً، ومن ذلك ظهور العيب إذا اختار المشترى الفسخ دون التعويض (الأرش).

على الشّيوع، وكذلك الثّمن إذا كان ديناً في الذّمّة. ويترتب على انتقال الملك في البدلين أن يثبت للمشتري ملك ما يحصل في المبيع من زيادة متولدة منه، ولو لم يقبض المبيع. ولكن لا تنفذ تصرفات المشتري في المبيع، وتصرفات البائع في الثمن، إلا بعد القبض على خلاف بين الفقهاء (الموسوعة : مادة بيع : ٩/٣٦-٣٧).

والقبض في الاصطلاح "حيازة الشيء والتمكن منه، سواء أكان مما يمكن تناوله باليد أم لم يمكن". ويستخدم الفقهاء بعض المصطلحات للدلالة على بعض التصرفات التي تقع قبل أو مع القبض مثل النقد والتخلية والتسليم؛ حيث يستخدم بعض الفقهاء لفظ (النقد) بمعنى الإقباض إذا كان الشيء المعطى نقوداً، في حين يعد الجمهور (التّخلية) نوعاً من أنواع التّسليم، والقبض أثر لهما، فالتّسليم قد يكون بالنّقل والتّحويل، وقد يكون بالتّخلية (الموسوعة : مادة قبض : ٣٢/٢٥٧-٢٥٩). وسنشير إلى أهم صور القبض في الفقرة الآتية (٢-٣).

وكلّ تصرّف صحيح مستوف لشروطه كعقد البيع يدخله التّوثيق؛ إذ التّوثيق يؤكّد الحقوق لأصحابها، ويسهّل لهم الوصول إليها عند التّنازع. ومن طرق التوثيق: الكتابة والإشهاد وحقّ احتباس المبيع إلى قبض الثّمن. وأهمّ أثر للتّوثيق هو صيانة الحقوق لأربابها وإثباتها عند التّجاحد (الموسوعة : مادة توثيق : ١٤/١٣٤-١٤٦).

شكل (١): انتقال الملك بعقد البيع واستقراره وتوثيقه



يوضح الشكل (١) الترتيب الزمني للتصرفات المؤدية إلى انتقال الملك بالبيع واستقراره وتوثيقه، وآثار هذه التصرفات على البائع والمشتري. ومن المهم الإشارة إلى عدد من الملاحظات المتعلقة بهذا الشكل، وهي:

- تكون المرحلة الثالثة (التوثيق) مهمة ومطلوبة لبعض أنواع المبيعات دون بعض، وقد تتزامن في حالات معينة مع المرحلة الثانية (القبض)، أو تسبقها.
- قد تكون المرحلة الثانية (القبض) شرطاً لصحة بعض العقود مثل الهبة والصرف. ويعد البيع من العقود التي لا يشترط فيها قبض المعقود عليه حين العقد في الجملة. فالبيع ينعقد بالإيجاب والقبول، وتترتب عليه آثاره من انتقال ملكية المبيع إلى المشتري، وملكية الثمن إلى البائع، سواء أحصل التقابض بينهما أم لا.
- يكون الضمان بعد العقد وقبل القبض على البائع، ولكن يثبت للمشتري خلال هذه الفترة ملك ما يحصل في المبيع من زيادة متولدة منه كما أشرنا أعلاه، وهو ما قد يبدو استثناءاً من القاعدة الفقهية (الخراج بالضمان).[٥] وقد تكون الحكمة من ذلك زيادة المخاطر التي يتعرض لها البائع لحفزه على تعجيل التسليم.
- اختلف الفقهاء حول إمكان انتقال الضمان للمشتري قبل القبض، وجواز تصرفه بالمبيع قبل قبضه، وسنبين آراء الفقهاء في هاتين المسألتين في الفقرة الآتية (٢-٤).

٢-٢ أنواع البيوع حسب نوع العوضين ووقت التسليم

يلحظ المتتبع لآراء الفقهاء عندما يتكلمون عن العوضين في عقد البيع (الثمن والمبيع)، أنهم يطلقون كلمة العين في مقابل الدّين باعتبار أنّ الدّين هو ما يثبت في الذّمّة من غير أن يكون معيّناً مشخّصاً، سواء أكان نقداً أم غيره. أمّا العين فهي الشّيء المعيّن المشخّص، سواء أكان نقداً أم غيره (الموسوعة : مادة دين : ١٠٢/٢١)، وبناء على هذا يمكن أن يكون الثمن ديناً في ذمة المشتري، أو يكون المبيع ديناً موصوفاً في ذمة البائع، غير أن الغالب في إطلاق الفقهاء هو تخصيص الثمن (في مقابل العين المالية المبيعة) بمعنى مرادف للدين أو الذمة، بالنظر إلى أن الدين في البيع يكون الثمن غالباً.

[٥] يرى الزرقا أن المقصود بالخراج في هذه القاعدة ما كان غير متولد، أما الزوائد المتولدة فتحكم فيها قاعدة شرعية أخرى تجعل لمالك أصلها المتولدة منه، دون النظر إلى الضمان من عدمه. وبهذا التفسير للخراج لا يكون ما يثبت للمشتري بعد العقد وقبل القبض من ملك الزيادة المتولدة عن المبيع مشكلة على القاعدة ومستثناة منها. (الزرقاء : المدخل : ١٠٣٤/٢)

وبالنظر إلى أن الثمن والمبيع قد يكونا نقوداً أو أعياناً مثلية أو قيمية، فقد وضع الفقهاء بعض الضوابط للتمييز بينهما؛ حيث صرّح الحنفيّة بالضّابط التّالي لتمييز الثّمن عن المبيع، وهو متّفق مع عبارات المالكيّة والشّافعيّة (الموسوعة : مادة بيع : ٢٨/٧):

- إذا كان أحد العوضين نقوداً اعتبرت هي الثّمن، وما عداها هو المبيع مهما كان نوعه.
- إذا كان أحد العوضين أعياناً قيميّة، والآخر أموالاً مثليّة معيّنة، فالقيميّ هو المبيع، والمثليّ هو الثّمن.
- إذا كان كلّ من العوضين مالاً مثليّاً، فالثّمن هو ما اقترن بالباء.
- إذا كان كلّ من العوضين من الأعيان القيميّة، فإنّ كلاً منهما ثمن من وجه ومبيع من وجه.

وللتمييز بين البيع الذي تركز عليه هذه الدراسة، وهو (بيع عين بدين ناجزاً)، وأنواع البيوع الأخرى، سيتم تقسيم البيوع حسب نوع العوضين (دين أو عين)، ووقت تسليمهما (ناجز أو نسئية). ويوضح الجدول (١) هذه الأنواع.

ولعل أهم ملاحظة يمكن أن تُستفاد من تصنيف البيوع في هذا الجدول هي أهمية التفرقة بين التأخير الإجرائي delivery delay والتأخير التعاقدي contracted delay في تسليم الثمن أو المثمن أو كليهما. فالتأخير الإجرائي هو مثل ما يحصل بسبب تراخي المشتري في نقد الثمن الحال، أو البائع في تسليم المبيع الذي التزم ببذله دون تأخير بمجرد البيع. أما التأخير التعاقدي فهو الذي يُنص صراحة في عقد البيع على تأجيل دفعه أو تسليمه كما في عقد البيع الآجل، الذي يتفق فيه المتعاقدان على تأخير تسليم الثمن إلى أجل معلوم، وكما في عقد السلم الذي يتفق فيه المتعاقدان على تأخير تسليم المبيع إلى أجل معلوم.

والمتتبع لآراء الفقهاء يجد عدة أمثلة تدل على إمكانية التأخير الإجرائي في البيع المعتاد (عين بدين ناجزاً)، ومن ذلك ما يلي:

- أن احتباس المبيع يجوز في مواطن؛ منها عندما يحتبس البائع ما في يده من المبيع حتّى يسلّم المشتري ما في يده من الثّمن (الموسوعة : مادة احتباس : ٦٦/٢-٦٨).
- خيار النقد، ومن صوره: التّعاقد واشتراط أنّ المشتري إذا لم ينقد الثّمن إلى مدّة معلومة فلا عقد بينهما. (الموسوعة : مادة خيار النقد : ١٨١/٢٠).

جدول (١) أنواع البيوع حسب نوع العوضين، ووقت تسليمهما[٦]

وقت التسليم / الثمن والمبيع	أ ـ كلاهما ناجز	ب ـ أحدهما ناجز والآخر نسيئة	ج ـ كلاهما نسيئة
١ ـ عين بعين	المقايضة، وهي جائزة، وإن حصل تأخير إجرائي في التسليم من أحد الطرفين	اختلف الفقهاء في جواز تأخير أحد البدلين.	غير جائز، وإن كان بعض الخيارات تعطي المشتري حق تأخير دفع الثمن.
٢ ـ عين بدين	البيع المعتاد، وهو جائز، وإن حصل تأخير إجرائي في التسليم من أحد الطرفين.	جائز مثل بيع الأجل؛ حيث يتم تأخير دفع الثمن، وكذلك السلم، وبيع الموصوف بالذمة؛ حيث يتم تأخير تسليم المبيع. ويشترط للجواز دفع الثمن أو تسليم المثمن في مجلس العقد.	غير جائز، وإن كان هناك بعض التصرفات الجائزة التي يمكن أن تؤدي إلى ذلك مثل بعض الخيارات، وعقد الاستصناع عند الحنفية في حال اعتبار المبيع محل الاستصناع عيناً، وبيع العين الغائبة على الصفة عند المالكية، وعقد التوريد.
٣ ـ دين بدين	غير جائز، لأنه يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه، ما لم يتحول كلا الدينين أو أحدهما إلى عين من خلال دفعه أو تسليمه في مجلس العقد فينتقل إلى النوع (٢-أ) أو (٢-ب) أعلاه. وإذا كانت المبادلة ثمن بثمن، أصبحت المبادلة صرفاً ويشترط في هذه الحالة الدفع والتسليم في مجلس العقد. وينطبق الشرط نفسه في حال مبادلة مال ربوي بآخر.	غير جائز، لأنه يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه، ما لم يتحول كلا الدينين أو أحدهما إلى عين من خلال دفعه أو تسليمه في مجلس العقد فينتقل إلى النوع (٢-أ) أو (٢-ب) أعلاه.	غير جائز، وإن كان الاستصناع عند الحنفية يمكن أن يؤدي إلى ذلك في حال اعتبار المبيع محل الاستصناع ديناً في الذمة.

- بيع الاستجرار، ومن صوره: أخذ الحوائج من البيّاع شيئاً فشيئاً، ودفع ثمنها بعد ذلك. (الموسوعة : مادة بيع الاستجرار : ٤٣/٧-٤٦)
- البيع على التقاضي، فقد صرّح المالكيّة بأنّه لا بأس ببيع أهل السّوق على التّقاضي، وقد عرفوا قدر ذلك بينهم. والتّقاضي: تأخير المطالبة بالدّين إلى مدًى متعارف عليه بين المتعاقدين. (الموسوعة : مادة بيع : ٤٠/٧).

وقد ألمح الشيخ مصطفى الزرقا إلى الفرق بين التأخير الإجرائي والتأخير التعاقدي، عندما بين "أن بيع بضاعة مؤجلة التسليم ليس دائماً من قبيل السلم ... فقد تكون البضاعة معينة بالذات ومؤجلة التسليم، ولو كانت غير حاضرة وقت العقد، وذلك كما لو باع أحدٌ بثمن مؤجل أو

---

[٦] الجدول مشتق، مع بعض الإضافات، من المراجع الآتية: (ابن رشد : بداية المجتهد : ١٢٥/٢)، (ابن قدامة : المغني : ٥٣/٦-٦٦)، (Vogel and Hayes : 120).

مقسط، مالاً معيناً بذاته (كسيارته أو بيته مثلاً) مؤجل التسليم إلى أجل معلوم. فهذا ليس سلماً، لأن المبيع فيه معين بذاته غير ملتزم في الذمة التزام الديون. وفي هذه الحال يجوز تأجيل الثمن كلاً أو بعضاً إلى حين تسليم المبيع، أو إلى أجل آخر أقرب أو أبعد" (الزرقا : الفتاوى : ٦٨٣).

ومن المسائل المتفرعة عن جواز التأخير الإجرائي مسألة أولوية الدفع والتسليم؛ حيث اختلف الفقهاء فيمن يسلّم أوّلاً: البائع أم المشتري حسب نوعي البدلين، وينقسم ذلك إلى أحوال (الموسوعة : مادة بيع : ٣٨/٧):

الحالة الأولى: أن يكونا معيّنين "المقايضة" أو ثمنين "الصّرف": ذهب الأكثر إلى أنّ المتعاقدين يسلّمان معاً تسويةً بدينهما في العينيّة والدّينيّة.

الحالة الثانية: أن يكون أحدهما معيّناً والآخر ديناً في الذّمّة: ذهب الحنفيّة والمالكيّة، والشّافعيّة في قول: إلى أنّه يطالب المشتري بالتّسليم أوّلاً، وذهب الشّافعيّة في المذهب، والحنابلة: إلى أنّه يجبر البائع على التّسليم أوّلاً.

ومن الأحكام الأخرى المتعلقة بالتأخير الإجرائي، التي يشير إليها الفقهاء عادة، بخلاف ما ذكر، ما يلي (الموسوعة : مادة بيع : ٢٩/٧):

- كلفة تسليم الثمن على المشتري، وكلفة تسليم المبيع على البائع.
- اشتراط القبض لجواز التّصرّف في العوض خاصّ بالمبيع لا بالثّمن.
- هلاك الثمن قبل القبض لا يبطل به البيع، بل يستحقّ البائع بدله، في حين أن هلاك المبيع يبطل البيع.

٢-٣ صور القبض:

تختلف كيفية قبض الأشياء بحسب اختلافها في نفسها، وهي في الجملة نوعان: عقار، ومنقول. ويتفق الفقهاء على أن العقار يقبض قبضا حكميا بالتخلية والتمكين من اليد والتصرف. أما المنقول فاختلف الفقهاء في كيفية قبضه. فذهب جمهور الفقهاء إلى التفريق بين المنقولات فيما يعتبر قبضاً لها، حيث إن بعضها يتناول باليد عادة وبعضها الآخر لا يتناول، وما لا يتناول باليد نوعان، أحدهما: لا يعتبر فيه تقدير في العقد، والثاني: يعتبر فيه (الموسوعة : مادة قبض :٣٢/٢٥٩-٢٦٢). ومنشأ اختلافهم هذا إنما هو اختلاف العرف والعادة فيما يكون قبضاً للأشياء (حماد : ١٤٢١هـ : ٨٤).

ويقام القبض الحكمي عند الفقهاء مقام القبض الحقيقي، وإن لم يكن متحققاً حساً في الواقع، وذلك لضرورات ومسوغات تقتضي اعتباره تقديراً وحكماً، وترتيب أحكام القبض الحقيقي عليه، وذلك في حالات ثلاث (الموسوعة : مادة قبض : ٢٦٢/٣٢-٢٦٥):

الحالة الأولى: عند إقباض المنقولات بالتخلية مع التمكين في مذهب الحنفية، ولو لم يقبضها الطرف الآخر حقيقة، حيث إنهم يعدون تناولها باليد قبضا حقيقيا، والقبض بالتخلية قبضا حكميا، بمعنى أن الأحكام المترتبة عليه كأحكام القبض الحقيقي.

الحالة الثانية: إذا وجب الإقباض واتحدت يد القابض والمقبض وقع القبض بالنية، قال القرافي: ومن الإقباض أن يكون للمديون حق في يد رب الدين، فيأمره بقبضه من يده لنفسه، فهو إقباض بمجرد الإذن، ويصير قبضه له بالنية، كقبض الأب من نفسه لنفسه مال ولده إذا اشتراه منه.

الحالة الثالثة: اعتبار الدائن قابضا حكما وتقديرا للدين إذا كانت ذمته مشغولة بمثله للمدين، وذلك لأن المال الثابت في الذمة إذا استحق المدين قبض مثله من دائنه بعقد جديد أو بأحد موجبات الدين، فإنه يعتبر مقبوضا حكما من قبل ذلك المدين. ومن تطبيقات هذه الحالة المقاصة. فإذا انشغلت ذمة الدائن بمثل ما له على المدين في الجنس والصفة ووقت الأداء، برئت ذمة المدين مقابلة بالمثل من غير حاجة إلى تقابض بينهما، ويسقط الدينان إذا كانا متساويين في المقدار، لأن ما في الذمة يعتبر مقبوضا حكما، فإن تفاوتا في القدر، سقط من الأكثر بقدر الأقل، وبقيت الزيادة، فتقع المقاصة في القدر المشترك، ويبقى أحدهما مدينا للآخر بما زاد.

٢-٤ آثار القبض في عقد البيع

أهم آثار القبض في عقد البيع هو انتقال ضمان المبيع إلى المشتري، وتسلطه على التصرف فيه، ووجوب بذل عوضه للبائع، وذلك على التفصيل التالي (الموسوعة : مادة قبض : ٢٩٢/٣٢-٣٠٠):

١ - **انتقال الضمان إلى المشتري**: والمراد بذلك تحمله لتبعة الهلاك أو النقصان أو التعييب الذي يطرأ على المبيع. وقد اختلف الفقهاء فيمن يكون عليه ضمان المبيع قبل القبض، فذهب الحنفية والشافعية إلى أن المبيع يكون في ضمان البائع قبل أن يقبضه المشتري، فإذا قبضه انتقل الضمان إليه بالقبض، وفرق المالكية بين ما يكون فيه حق توفية من المبيعات من كيل أو وزن أو ذرع أو عد، وبين ما لا يكون فيه، بحيث وافقوا الحنفية والشافعية في اعتبار المبيع في ضمان البائع قبل القبض، ودخوله في ضمان المشتري بالقبض إذا كان فيه حق توفية. واختلفوا في التفصيلات والتفريعات في حالة هلاك المبيع، ذلك أن المبيع إما أن يكون أصلا، وإما أن يكون تبعا، وهو

الزوائد المتولدة عن المبيع، فإن كان أصلا، فلا يخلو: إما أن يهلك كله وإما أن يهلك بعضه، وكل ذلك لا يخلو: إما أن يهلك قبل القبض، وإما أن يهلك بعده، والهلاك في هذه الحالات إما أن يكون بآفة سماوية، أو بفعل البائع، أو بفعل المشتري، أو بفعل أجنبي.

٢ ـ **التسلط على التصرف**: اتفق الفقهاء على جواز التصرف في الأعيان المملوكة بعد قبضها، لكنهم اختلفوا في حكم بيع الأعيان المشتراة قبل قبضها. فمنهم من منع بيع المشترى قبل قبضه مطلقا، ومنهم من أجازه مطلقا، ومنهم من أجاز التصرف قبل القبض إذا كان المبيع عقارا، أو جزافاً، أو غير مطعوم.

٣ ـ **وجوب بذل العوض**: يتفق الفقهاء على أن كل واحد من العاقدين في البيع إذا قبض البدل الذي استحقه بالعقد، يجب عليه بذل عوضه للطرف الثاني دون تأخير. ويستثنى من ذلك عقد الصرف وبيع الأموال الربوية التي تجمعها علة ربوية واحدة ببعضها، فإنه لا يجوز للقابض تأخير تسليم عوض ما قبضه، ولو رضي مستحقه بتأخيره، لوجوب التقابض بين البدلين في مجلس العقد لحق الشرع، إذ يترتب على تأخير أحدهما ولو بالتراضي ربا النساء.

٣ المراحل التي تمر بها أوامر البيع و الشراء

بعد بيان مراحل نقل الملكية واستقرارها في الفقه، تستعرض الدراسة في الفقرات الآتية مراحل نقل ملكية الأوراق المالية وتسويتها في الأسواق المالية. فيبدأ بعرض المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في الأسواق المالية ابتداء من فتح المتداول حساباً لدى السمسار، وإرسال أمره إلى السوق، وتنفيذه، وانتهاء بإجراءات توثيق نقل الملكية.

وكما سيتبين فإن هذه المراحل يتولاها مايطلق عليه جانب العرض sell-side في صناعة الأوراق المالية security industry، والذي يمثل الجهات المسؤولة عن معالجة عمليات نقل ملكية الأوراق المالية من خلال تقديم خدمات مالية متكاملة. وأهم هذه الجهات شركات السمسرة، وتجار الأوراق المالية، والأسواق المالية، وشركات المقاصة والتسوية وحفظ الأوراق المالية.[٧]

وينبغي التأكيد في هذا المقام على أن التمييز بين الوظائف الرئيسة المرتبطة بعملية نقل ملكية الأوراق المالية ـ والتي يستعرضها هذا القسم ـ أسهل من تصنيف المؤسسات التي تقوم بأداء هذه الوظائف. ويرجع السبب في ذلك إلى عدم انتظام العلاقة بين الوظيفة والمؤسسة في

[٧] يقصد بجانب الطلب buy-side الجهات التي تستخدم الخدمات المالية مثل الأفراد وصناديق الاستثمار على اختلاف أنواعها. على أن هناك أنواعاً من المؤسسات التي يصعب تصنيفها ضمن هذين الجانبين؛ لأنها تستخدم وتقدم الخدمات المالية؛ مثل البنوك.

الدول المختلفة التي تعمل فيها هذه المؤسسات كما يلخص ذلك الجدول (٢)؛ ولذلك يفضل أكثر الكتاب دراسة موضوع نقل ملكية الأوراق المالية باستخدام مدخل الوظائف (التنفيذ، المقابلة، المقاصة، التسوية، ...) بدلا من مدخل المؤسسات (السمسار، السوق المالية، شركة المقاصة، ...) وهو المدخل الذي يتبناه هذه الدراسة.

جدول (٢): الوظائف المرتبطة بالتسوية والمؤسسات المالية المشتركة فيها

الوظيفة	الجهات التي يمكن أن تقوم بالوظيفة
فتح ومسك حسابات العملاء	• السمسار. • مركز الإيداع. • البنوك.
إرسال الأوامر للسوق	• السمسار. • العميل (عبر شبكة السمسار).
تنفيذ الصفقات (مطابقة أوامر البيع والشراء، وتسجيل معلومات الصفقات)	• السوق المالية (البورصة). • السوق المالية (شبكة إلكترونية). • تجار الأوراق المالية. • السماسرة.
المقارنة مع الطرف المقابل	• السماسرة والتجار (من خلال الاتصال المباشر فيما بينهم). • شركات المقاصة. • السوق المالية (في حالة ربط معلومات الصفقات).
المقاصة (تصفية الدائنية والمديونية)	• السوق المالية. • البنك المركزي. • شركة المقاصة. • حافظ الأوراق المالية.
تسوية المبالغ النقدية (التحويل بين الحسابات)	• نظام مدفوعات البنك المركزي. • نظام مدفوعات خاص.
حفظ الأوراق المالية وإدارتها (تحديث قاعدة بيات الملاك، توزيع المعلومات والتقارير والأرباح والفوائد)	• شركة المقاصة • مركز الإيداع • حافظ مستقل • السمسار • البنوك

وننوه في البداية إلى أن العرض في هذا القسم والقسمين الآتيين (٤) و (٥) ينطبق إلى حد كبير على الأسواق المالية الأمريكية، والذي لا يختلف بشكل جذري عن ما هو معمول به في بقية الأسواق المالية العالمية.[٨]

[٨] اعتمد العرض في هذه الأقسام، بشكل رئيس، على المراجع الآتية:
(Reddy : 1995), (Wiss : 1998), (Perold : 1995), (NASAA : 1999), (BIS : 1997), (Bernanke : 1990), (DTCC : 2003), (SIA : 2001),

٣-١ فتح الحساب:

يقوم العميل الذي يرغب ببيع أو شراء أوراق مالية متداولة في أحد الأسواق المالية بفتح حساب لدى أحد سماسرة الأوراق المالية. وأشهر أنواع الحسابات هما: حساب النقد، وحساب الهامش. والفرق بينهما هو التزام صاحب حساب النقد بدفع كامل قيمة صفقة الشراء، واستحقاقه استلام كامل قيمة صفقة البيع. أما في حساب الهامش فيحق لصاحب الحساب دفع بعض قيمة الصفقة واقتراض الباقي من السمسار برهن ما لديه من الأوراق المالية، أو اقتراض أوراق مالية وبيعها بيعا مكشوفاً[٩] بعد توفير حد أدنى من الضمانات. ويثير هذا النوع من الحسابات تعقيدات إضافية في عمل السمسار والأطراف الآخرين المشتركين في صناعة تداول الأوراق المالية؛ حيث يتطلب من السمسار إنشاء أكثر من قسم للتعامل مع هذا النوع من الحسابات. بالإضافة إلى هذين النوعين يتم التفريق عادة بين حساب الأفراد وحساب المؤسسات المالية التي تستثمر في الأوراق المالية (مثل صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد ونحوها). ويبرز الفرق بين هذين الحسابين في آلية مقارنة الصفقة وتسويتها كما سنبين لاحقا. وأيا كان نوع الحساب فإن العميل يجب أن يحدد – من بين أشياء أخرى – مدى رغبته في قيام السمسار بدور الحافظ لأوراقه المالية؛ إذ قد يطلب العميل تسجيل الورقة المالية باسمه، أو يسجلها السمسار باسمه ويحفظها لديه أو لدى حافظ آخر.

مسائل تطبيقية:

مسألة (١)

لماذا يرغب أو يشترط السمسار الاحتفاظ اسماً بملكية الأوراق المالية؟

يستخدم مصطلح street name على نطاق واسع في هذه الصناعة؛ ويقصد به الأوراق المالية المسجلة باسم السمسار لصالح العميل. وفي هذه الحالة يكون هناك فرق بين المالك الاسمي (السمسار) والمالك الفعلي (العميل). حيث يكون العميل هو المالك المنتفع beneficial owner. فالسمسار أمام الشركة المصدرة للورقة يعتبر المالك ولكن المالك الحقيقي الذي ينتفع من الأرباح والفوائد وحق التصويت في حالة الأسهم هو العميل. وهذا النوع من الاتفاق يحتم على السمسار إرسال الأرباح التي تصله من الشركة إلى حساب العميل، وإرسال المعلومات التي ترسلها الشركة إلى بريد العميل، وإعطاء العميل وكالة لحضور الجمعية العمومية والتصويت.

ويحرص أغلب السماسرة على الحصول على إذن العميل في الاحتفاظ اسماً بملكية الأوراق المالية التي يشترونها، لأنه يسهل عملية التسوية، بل يعتبر شرطاً في فتح حساب الهامش لدى كثير من السماسرة، حيث

---

[٩] البيع المكشوف هو الترجمة الشائعة لمصطلح short selling ، بالرغم من وجود ترجمات متداولة أخرى مثل البيع القصير والبيع المسبق (الحويماني : ١٠١)

يسهل هذا من تسييل السمسار للأوراق المالية للعميل في حالة إخفاقه في الاحتفاظ بالحد الأدنى من الهامش. بالإضافة إلى ذلك يمكن هذا الإجراء السماسرة من إقراض واقتراض الأوراق المالية لعملائهم أو فيما بينهم لأغراض مختلفة.

٣-٢ طلب تنفيذ أمر:

يطلب العميل تنفيذ أمر بيع أو شراء. ويستطيع العميل أن يحدد شروط تنفيذ الأمر من حيث نوعه، وسعره، وكميته، ومدة بقائه نشطا، وغيرها من الشروط المعتادة. ومن المعلومات التي تتضمنها استمارة الأمر عادة: اسم العميل ورقم حسابه، ونوعه، بيع أم شراء، الكمية، اسم الورقة المالية ورمزها، السعر، مدة بقاء الأمر نشطاً، بالإضافة إلى معلومات عن مكان ايداع الورقة المالية في حالة البيع. وقد يقوم السمسار بتوفير خدمة الإطلاع على أحوال الأسواق وإمكانية إدخال الأوامر للعميل في موقعه أو مواقع العملاء من خلال شبكة اتصالات خاصة أو شبكة المعلومات العالمية (الإنترنت).

مسائل تطبيقية

مسألة (٧)

هل يمكن للمستثمر أن يتخطى السمسار؟

يتبادل إلى الذهن تساؤل حول مدى إمكانية قيام المستثمر بالتعامل بالسوق مباشرة بدون الحاجة إلى المرور من خلال سمسار ما. هذا ممكن من الناحية النظرية ولكن يترتب عليه وجوب التزام المستثمر بجميع الأنظمة التي تحكم عمل السماسرة (بما في ذلك تكلفة الوصول إلى السوق) وهذا مكلف بالنسبة له، والأهم من هذا التزام المستثمر بالإعلان عن هويته والإفصاح عن تعاملاته لبقية المتعاملين بالسوق، مما قد يؤثر سلبيا على تعاملاته خاصة إذا كان مستثمرا مؤسسيا يتعامل بكميات كبيرة، أو كان من المتعاملين المعروفين بالعمل في مجال التحليل المالي. مع هذا فإن للتطور في مجال تقنية المعلومات والاتصالات دور في هذا المجال. حيث أصبح بإمكان المتعاملين العاديين والمستثمرين المؤسسيين من إدخال الأوامر وإرسالها مباشرة للسوق للتنفيذ، ومتابعة تنفيذها وتسويتها بدون الحاجة للتدخل المباشر من السمسار. وفي هذه الحالة يتمثل دور السمسار في توفير البنية الأساسية (والمتمثلة في أجهزة الحاسب والبرامج) التي تمكن المستثمر من الوصول – عبر اقل تدخل من السمسار – إلى السوق. ويسمى هذا النوع من السماسرة بـ online broker . بالإضافة إلى ذلك يمكن للشخص التعامل بدون اللجوء إلى السمسار مطلقا من خلال قسم التحويل بالشركة، أو وكيل تحويل الشركة،

ولكن هذا يتم عادة لأسباب لا علاقة لها بالتغير المتوقع في قيمة الورقة المالية (حالات الهبة، والميراث، والتنازل ونحوها).

٣-٣ إرسال الأمر إلى السوق:

بعد التأكد من صحة معلومات الأمر، يقوم السمسار بإرسال الأمر إلى أحد الأسواق المالية إلكترونياً؛ لكي يتم تنفيذه مع طرف مقابل. وقد تكون الورقة المالية محل الأمر مدرجة في أكثر من سوق مالية. ونظراً لتميز كل سوق بقواعد تداول خاصة تحكم آلية التنفيذ، فإن اختيار السوق يعكس تفضيلات العميل تجاه آلية التنفيذ.

ويلحظ أن التنظيمات التي تحكم عمل السماسرة تسمح لهم عادة باختيار السوق المالية التي يُرسل الأمر إليها، إذا لم ينص العميل على سوق مالية محددة. كما قد تسمح لهم بأن يقوم السمسار بتنفيذ الأمر مما لديه من مخزون مملوك له، أو بعبارة أخرى تسمح بقيامه بدور السمسار والتاجر معا.

وتجدر الإشارة إلى أنه أصبح في الإمكان، في ظل التطور الكبير في تقنية الاتصالات والمعلومات، قيام جمهور المتداولين في الوقت الحاضر بالمراحل الثلاث السابقة (من فتح الحساب إلى إرسال الأمر إلى السوق) دون أن يكون هناك اتصال مباشر (وجها لوجه) مع السمسار، بل من خلال مواقع السماسرة الذين يقدمون خدماتهم عبر شبكة الإنترنت، والذين أصبح يطلق عليهم السماسرة الإلكترونيين online brokers. وفي هذه الحالة يتمثل دور السمسار في توفير البنية الأساسية (والمتمثلة في أجهزة الحاسب والبرامج) التي تمكن المستثمر من الوصول – عبر اقل تدخل من السمسار – إلى السوق.

يتضح من هذا العرض أن الوظيفة الرئيسة لسمسار الأوراق المالية هي القيام بدور الوكيل عن العميل في تنفيذ أوامره وفق شروطه مقابل عمولة. وللقيام بهذا الدور على أفضل وجه يقوم السمسار عادة بالاحتفاظ بقاعدة معلومات عن كل عميل لديه (الاسم، العنوان، نوع الحساب، عدد الأوراق المالية المملوكة له ونحوها) وعن كل ورقة مالية يتعامل بها (الاسم، وحدة التعامل، عملة التعامل، رمزها الدولي، الجهات المسؤولة عن مقاصتها وتسويتها، خطوات المقاصة والتسوية، وغيرها)، وعن الأسواق المالية التي يتعامل معها (الاسم، الموقع، نظام التداول)،

ومعلومات عن شركات المقاصة والتسوية وإجراءات التسوية. كما يحتفظ بقاعدة بيانات لكل الصفقات التي يقوم بتنفيذها. كما قد يقوم السمسار - بناء على طلب العملاء - بدور الحافظ لأوراقهم المالية، وبدور المقرض لمن يتعامل منهم بالهامش، ورهن أوراقهم المالية، وإقراضها لمن يريد بيعها بيعا مكشوفا أو اقتراضها لتسليمها في حالة عدم توافرها لديها. كما قد يقوم السمسار بتقديم خدمة الاستشارة المالية لمن يطلبها من العملاء.

مسائل تطبيقية

مسألة (٢)

هل يمكن أن يقوم السمسار بدور التاجر؟

هل يمكن أن يقوم السمسار بتنفيذ الأمر مما لديه من مخزون مملوك له؟ أو بعبارة أخرى هل تسمح الأنظمة بقيام السمسار بدور السمسار والتاجر معا؟

هذه الظاهرة تسمى بتبطين تيار الأوامر order flow internalization، ويرتبط بها قضية مشابهة هي اتفاق السمسار مع أحد تجار الأسهم على تحويل أوامر عملائه إليه مقابل مدفوعات معينة، وتسمى بالدفع لتيار الأوامر payment for order flow . ومن المستغرب أن الأنظمة تسمح بهما بالرغم مما قد تؤديان إليه من تعارض في المصالح. ولكن الإذن مشروط باتباع قوانين معينة تمنع أو تقلل من غبن عميل السمسار. ومصلحة العميل في حالة تبطين الأوامر هو تقليل تكلفة التعامل حيث لا يتحمل السمسار – التاجر تكاليف إتمام الصفقة عبر السوق المالية، بل يحصل على الفرق بين أفضل عرض وطلب الذي كان من الممكن أن يذهب لصانع السوق.* وفي حالة الدفع لتيار الأوامر فإن تاجر الأسهم يسهم في تقليل التكاليف التي يتحملها السمسار مما ينعكس بدوره على العميل.

وتلزم الأنظمة السمسار بإعلام العميل (على أساس سنوي) عما إذا كان يحصل على مبالغ من جراء توجيه تيار الأوامر، وتفاصيل تلك المبالغ. كما تلزم إعلام السمسار للعميل عند تأكيد تنفيذ الصفقة ما إذا كان استلم مبلغ عن تلك الصفقة أم لا، وللعميل الحق في الحصول – عند الطلب – على معلومات إضافية. وفي جميع الأحوال فإن التنظيمات تلزم السمسار بتنفيذ الأمر وفق أفضل الشروط الممكنة. ويعنى هذا وجوب الحرص على إرسال الأمر إلى السوق التي توفر أفضل تنفيذ ممكن للأمر. بل عليه الاجتهاد في الحصول على سعر أفضل مما حدد العميل في الأمر. كما يحق للعميل اشتراط توجيه الأمر إلى سوق محددة.

وهناك تنظيمات في الطريق للتطبيق تهدف إلى توفير مزيد من الشفافية حول درجة جودة التنفيذ من خلال مؤشرات تلتزم بنشرها الأسواق شهريا، والسماسرة كل ثلاثة شهور. كما إن هناك أنظمة تتطلب توفر حد أدنى من الشفافية في عروض وطلبات تجار الأسهم، بهدف تقليل الغبن، مثل إعلام العميل عن مصدر الصفقة (هل هو السمسار، أو تاجر أسهم مستقل، أو سوق مالية). كما تلزم الأنظمة السمسار- التاجر بأن يفصل بشكل واضح في حساباته بين ما يملكه لنفسه، وما يملكه لعملائه وأن يقدم تنفيذ أوامر العملاء على تنفيذ أوامره الخاصة، إلا إذا كان سعره أفضل.

* صناعة السوق مفهوم أعم من التجارة في الأوراق المالية. فصانع السوق هو الذي يقوم بتوفير السيولة في السوق من خلال الإعلان عن العروض والطلبات، وهذا يمكن أن يقوم به بعض أنواع المتعاملين (مثل المتعامل العادي الذي يرسل أمرا مقيدا، باعتبار أن هذا الأمر سوف يولد عرضا أو طلبا) بالإضافة إلى التاجر المحترف لصناعة السوق. للمزيد انظر السحيباني (١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠٨).

٣-٤ تنفيذ الأمر:

يتم تهيئة الأمر للتنفيذ من قبل السوق المالي وفق قواعد التعامل التي تحكم تلك السوق، وشروط العميل كما هي محددة في الأمر. ويجب التأكيد على أن لكل سوق قواعده الخاصة التي تحكم آلية التعامل مثل أنواع الأوامر المقبولة، وآلية التنفيذ (سوق نداء أم سوقا مستمرة)، وأولوية تنفيذ الأوامر (السعر، الوقت، الحجم)، وأوقات التعامل، وحجم الحد الأدنى والأعلى للتغير في السعر، وهيكل العمولة. ويتم تنفيذ كامل كمية الأمر أو بعضها (وبالتالي حدوث صفقة) إذا تطابق سعر أمر الشراء مع سعر أمر البيع.[١٠] وفي حالة تنفيذ الصفقة يتم الانتقال إلى المرحلة التالية. أما في حالة عدم تنفيذها فيُشعر العميل بذلك، حتى يتمكن من اتخاذ القرار المناسب.

مسائل تطبيقية

مسألة (٣)

هل يمكن أن ينافس بعض السماسرة الأسواق المالية التقليدية؟

هل يمكن أن يقوم السمسار بدور السوق بمطابقة أوامر العملاء مع بعضها بدون إرسالها للسوق؟ أو بعبارة هل تسمح الأنظمة للسمسار بأن ينافس الأسواق القائمة في الاستحواذ على تيار الأوامر؟

في الواقع أن السوق المالية المنظمة تقوم بوظيفة السمسرة؛ لأنها توفر إطاراً لالتقاء المتداولين وتسهيل تنفيذ الصفقات وتسويتها. ولهذا يمكن أن ينافسها السماسرة التقليديون بهذه الوظيفة من خلال القيام بمطابقة أوامر العملاء مع بعضها بدون إرسالها للسوق، وبالتالي منافسة الأسواق القائمة في الاستحواذ على جزء من تيار الأوامر. ومن أشهر الأمثلة على ذلك شركة رويتر و ITG وغيرهما. فهذه الشركات تقوم بتنفيذ أوامر العملاء مقابل بعضها وفق أسعار الإغلاق في الأسواق المالية الرئيسية. والإطار القانوني الذي يسمح لمثل هؤلاء السماسرة بالقيام بهذا الدور هو كونهم من السماسرة الأعضاء في سوق NASDAQ. وللتعرف على سبب نشأة هذه الأسواق، ومدى تهديدها للأسواق التقليدية، انظر (Blume : 2000).

[١٠] للمزيد عن آلية قواعد التعامل في نظم التداول الإلكترونية، راجع السحيباني (١٩٩٩، ٢٠٠٠).

٣-٥ تسجيل معلومات الصفقة:

في حالة تنفيذ الصفقة يرسل السوق تقريراً إلى السمسار وشركة المقاصة يبين جميع معلومات الصفقة بما في ذلك معلومات الطرف المقابل. ويقوم السمسار بترميز الصفقة؛ أي يضع لها رقما مميزا، مع بيان معلوماتها، مثل وقت وطريقة ومكان تنفيذها، وحجم الصفقة وقيمتها، وعمولتها، والطرف المقابل في الصفقة، ومراحل مقاصتها وتسويتها. ويرسل هذا التقرير عادة في شكل إلكتروني إلى السمسار بهدف إبلاغ العميل وتحديث حساباته، وإلى شركة المقاصة بهدف التمهيد لإجراءات المقاصة والتسوية. وبناء على المعلومات التي تصل من السوق، يقوم السمسار بإرسال إشعار للعميل، يؤكد فيه على تنفيذ الصفقة وبيان معلوماتها (اسم الورقة المالية، الكمية، سعر التنفيذ، تكلفة الصفقة، عمولة السمسار، تاريخ التسوية). وتعتمد طبيعة الإشعار على طبيعة العميل؛ فالمستثمر الفرد يرسل الإشعار إلى عنوانه البريدي أو الإلكتروني، والمستثمر المؤسسي أو الدولي يتم إشعاره غالبا من خلال شبكة معلومات مالية معتمدة مثل نظام SWIFT. ونظرا لكبر حجم أوامر المؤسسات المالية فإنه يتوقع من العميل المؤسسي أن يقوم بالموافقة صراحة أو ضمنا على معلومات الصفقة بعد تنفيذها.

٣-٦ المقارنة مع الطرف المقابل:

يقوم السمسار بمقارنة معلومات التنفيذ مع السمسار الآخر (الطرف المقابل في الصفقة) مباشرة أو من خلال شركة مقاصة (وهو الأغلب) للتأكد من صحتها. ولا بد من حل أي مشكلة تنتج عن عدم تطابق معلومات الطرفين قبل الانتقال إلى مرحلة المقاصة والتسوية. وفي ظل التطور الحاصل في تقنية المعلومات والاتصالات تتم عمليات المقارنة هذه آنيا عند تنفيذ الصفقة؛ حيث يتم الاحتفاظ بمعلومات طرفي الصفقة وإرسالها مباشرة لشركة المقاصة. ويسمى هذا النوع المتزايد من الصفقات باسم الصفقات المربوطة Locked-in trade، ويراد بها الصفقات التي تم مقارنتها لحظة تنفيذها إلكترونيا. وهنا يلحظ أن التقدم في تقنية المعلومات والاتصالات يوشك أن يدمج المرحلتين (٥) و (٦) في مرحلة التنفيذ (٤).

٣-٧ المقاصة:

تتم بعد ذلك عملية المقاصة بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعد سمسار العميل أحد أعضائها. ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيدا لتسويتها. ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية netting، الذي يقوم

بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول، و يؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل المتداولين المشتركين في عملية التصفية.[١١] ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستلما أو مسلما للورقة المالية محل التعامل، بعد مراعاة حجم الأوراق الذي لا يمكن استخدامه في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركة المقاصة. وقد تتم المقاصة بواسطة شركة مستقلة عن السوق، أو نظام تابع للسوق المالي نفسه.

وشركة المقاصة في الغالب شركة تعاونية يتكون أعضاؤها من المؤسسات المالية المعنية وفي مقدمتها شركات السمسرة. وتتمثل مهمتها الأساسية في مقارنة معلومات الصفقات التي يقدمها طرفي كل صفقة من أعضائها، ومن ثم تحديد صافي المديونية أو الدائنية (من مختلف الأوراق المالية والمبالغ النقدية) لكل سمسار، تمهيدا لتسويها بتحويل النقود من المدين للدائن، ونقل ملكية الأوراق المالية من البائع للمشتري.

٣-٨ التسوية:

يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع. وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة. والتنظيم يشمل بالإضافة إلى شركة المقاصة كلاً من: (١) حافظ الأوراق المالية depository (٢) ونظام للمدفوعات النقدية fund-transfer system. حيث تقوم شركة المقاصة بإبلاغ الشركة مصدرة الورقة أو البنك الذي يعمل وكيلا عنها في حفظ أوراقها المالية، أو الحافظ المركزي للأوراق المالية (وهو المعمول به على نطاق واسع اليوم) عن التغيرات التي حصلت في الملكية من أجل تحديث قاعدة بيانات الملاك وأخذها في الحسبان عند توزيع الأرباح أو الفوائد وغيرها من الحقوق التي يتمتع بها المالك الحقيقي للورقة كالتصويت في الجمعية العمومية بالنسبة للمساهم. وفي ظل هذا النظام يصبح التحويل بين الحسابات بديلا عن استلام الشهادات كإثبات لانتقال الملكية. وفي ظل الربط الإلكتروني بين شركة المقاصة وحافظ الأوراق المالية، يمكن أن تتم التسوية بمجرد تحديث قاعدة الملاك إلكترونيا من خلال عمليات تحويل بين حسابات الأعضاء. وهناك اتجاه في صناعة الأوراق المالية لإلغاء الشهادات وجعل جميع الأوراق المالية قابلة للإيداع والتحويل الإلكتروني، وسوف

---

[١١] يلاحظ عموما أن التصفية مرتبطة بالمقاصة، ولذا قد يستخدم المصطلحان للدلالة على المعنى نفسه. كما يستخدم مصطلح المقاصة في بعض الأحيان – وبشكل غير دقيق – للدلالة على المقاصة والتسوية معاً.

يساعد هذا بلا شك على تقليل المدة اللازمة لإتمام الصفقة. كما يلاحظ أن هناك توجهاً لاندماج شركات المقاصة وحافظي الأوراق المالية كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث قامت شركة المقاصة NSCC بالاندماج مع حافظ الأوراق المالية DTC في عام ١٩٩٩م.

مسائل تطبيقية

مسألة (٩)

هل يمكن للمستثمر أن يفتح حسابا لدى المقاص والحافظ مباشرة؟

البيئة المحاسبية التي يعمل فيها السماسرة في الأغلب تقوم على مبدأ الإمساك غير المباشر للحسابات. فشركة المقاصة وحافظ الأوراق المالية يمسكان حسابات السماسرة، والسماسرة يمسكون حسابات العملاء، تماما مثلما يمسك البنك المركزي حسابات البنوك، وتمسك البنوك حسابات العملاء. ولكن لا يوجد ما يمنع من الناحية الفنية والنظامية من قيام شركة المقاصة والحافظ للأوراق المالية من إمساك حسابات العملاء مباشرة.

بالإضافة إلى ذلك تقوم شركة المقاصة، في الوقت نفسه، بتحويل المبالغ النقدية المترتبة على التسوية بين حسابات السماسرة سواء من خلال نظام المدفوعات الرئيسي المملوك والمدار بواسطة البنك المركزي، أو من خلال نظام مدفوعات تعاوني بين بنوك السماسرة.

وتتطلب عملية المقاصة وجود حساب للسمسار لدى كل من حافظ الأوراق المالية ونظام المدفوعات. وتقوم شركة المقاصة بإرسال تقرير نهائي عن عمليات التسوية لمكتب السمسار لتحديث بيانات الخزينة لديه. ويمكن من حيث المبدأ أن يتولى عملتي المقاصة وحفظ الأوراق المالية وتحويل المبالغ النقدية جهة واحدة. بل قد تتولى الأسواق المالية في بعض الدول عمل شركة المقاصة بما في ذلك التسوية.[١٢]

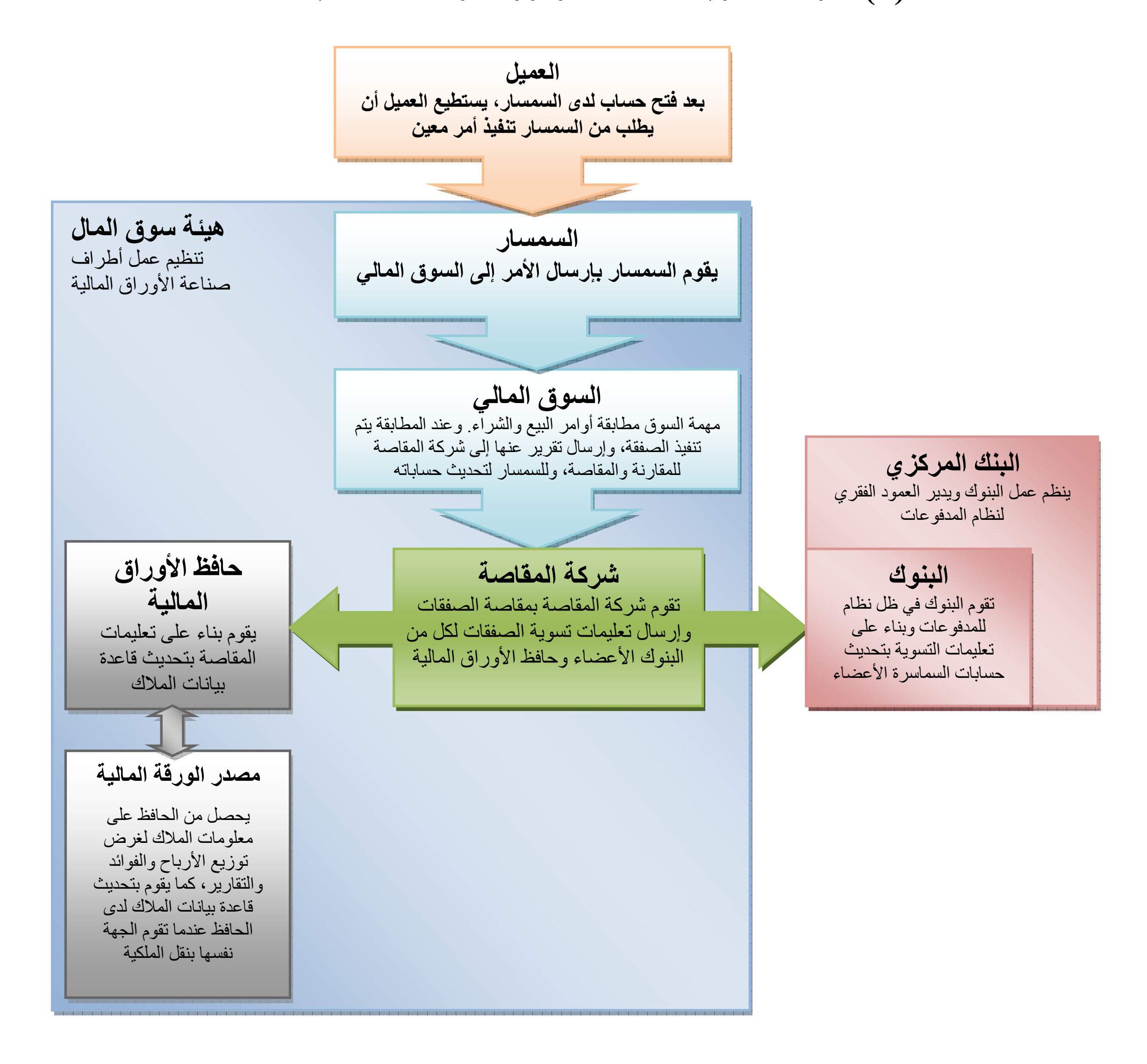
ويلحظ أن البيئة المحاسبية التي يعمل فيها السماسرة تقوم في الأغلب على مبدأ الإمساك غير المباشر للحسابات. فشركة المقاصة وحافظ الأوراق المالية يمسكان حسابات السماسرة، والسماسرة يمسكون حسابات العملاء، تماما مثلما يمسك البنك المركزي حسابات البنوك، وتمسك

[١٢] السوق المالية تشترط على كل سمسار عضو فيها أن يكون عضوا أو مرتبطا مع إحدى شركات المقاصة لضمان تسوية الصفقات التي تتم مطابقتها في السوق. وتاريخيا كانت شركات المقاصة وحافظو الأوراق المالية ملحقين بالأسواق المالية، وبسبب تعدد الأسواق المالية ورغبة في رفع الكفاءة تم ضم جميع شركات التسوية المتخصصة في أوراق مالية متشابهة في شركة واحدة تخدم جميع الأسواق المالية.

البنوك حسابات العملاء. ولكن لا يوجد ما يمنع من الناحية الفنية والنظامية من قيام شركة المقاصة والحافظ للأوراق المالية بإمساك حسابات العملاء مباشرة.

ويوضح الشكل (٢) تسلسل المراحل السابقة، والأطراف الرئيسة المشتركة فيها.

شكل (٢): مراحل تسوية الصفقات، ودور المؤسسات المالية المختلفة



ويلحظ من هذا الشكل أن للبنوك ارتباطاً كبيراً بالسماسرة والشركات المصدرة للأوراق المالية. فهي ممول حساب الهامش لدى السماسرة، كما أنها قد تتولى إصدار أوراق مالية جديدة كالأوراق التجارية، والعمل بالوكالة عن الجهة المصدرة كحافظ لأوراقها المالية، وتوزيع الأسهم والسندات الجديدة والأرباح أو الفوائد للملاك في تاريخ محدد. كما أن البنوك يمكن أن تكون من عملاء السماسرة نظرا لحاجتها إلى الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لإدارة محافظها الاستثمارية الخاصة، أو تلك الخاصة بالعملاء كصناديق الاستثمار. وبسبب أهمية البنوك في

صناعة الأوراق المالية، أصبح للبنك المركزي دور في سن القوانين التي تنظم عمل نسبة الهامش لما يترتب عليها من منح للائتمان. وكما أشرنا أعلاه، يقوم البنك المركزي بدور المشغل لنظام المدفوعات الرئيس في الدولة، والذي يرتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بالمؤسسات المعنية بتسوية صفقات الأوراق المالية.

وكما يوضح الشكل (٢)، يوجد في كل بلد سلطة تشرف على الأسواق المالية وجميع المتداولين بها، تهتم بسن القوانين التي تضمن سلامة واستقرار قطاع الخدمات المالية وهي ما يطلق عليه عادة مصطلح "هيئة سوق المال". علاوة على ذلك، تقوم الأسواق المالية وجمعيات تجار الأوراق المالية والسماسرة بسن تنظيمات داخلية تهدف إلى تعزيز ثقة الناس بالخدمات التي يقدمها الأعضاء في هذه الجمعيات.

وأخيراً يلحظ أن هناك اتجاهاً معاكساً للأسهم الواردة في الشكل (٢) وتتمثل في تقارير عن وضع الأمر (أو الصفقة في حال التنفيذ) ترسلها البنوك وحافظو الأوراق المالية إلى شركة المقاصة، ومنها إلى السمسار، ومنه إلى العميل.

٤ آليات التسوية

٤-١ التسوية الإجمالية والصافية

يفرق عادة بين أنواع أنظمة التسوية بحسب كونها إجمالية أو صافية (تبعا لطبيعة المقاصة التي تسبقها)، وآنية أو متراخية (تبعا لوجود فارق زمني بين التنفيذ والتسوية). ففي الإجمالية يتم تسوية كل صفقة على حدة بدون تصفية، ويمكن أن تكون فيها التسوية آنية بحيث يسلم البائع في الحال كل الأوراق المالية ويدفع المشتري كامل مبلغ الصفقة، وفي هذه الحالة فقط تتحد مرحلة التنفيذ مع المقاصة والتسوية، أو يقل الفرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية بشكل كبير. كما يمكن أن تكون التسوية الإجمالية متراخية عن وقت التنفيذ إلى نهاية يوم التداول في الغالب. أما في التسوية الصافية فيتم تسوية مجموعة من الصفقات في نهاية اليوم أو في أوقات متفرقة خلال اليوم بعد تصفية الصفقات التي نُفذت قبل موعد التسوية. ويوضح الجدول (٣) هذه الأنواع:

جدول (٣) أنواع التسوية

نوع التسوية	إجمالية	صافية
آنية	تتم في أثناء اليوم آنيا أو مع تأخير بسيط لكل صفقة على حدة. وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة. ويطلق على هذا النظام الذي يتميز بخاصتي التسوية الإجمالية والآنية مصطلح: Real-time gross settlement (RTGS)	لا يمكن. (لا يمكن استخدام التصفية إلا إذا كان هناك فارق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية يتسنى فيه تراكم عدد من الصفقات التي يمكن تسويتها على أساس صاف. ومن ثم لا يمكن أن تكون التسوية الآنية إلا إجمالية)
متراخية	تسوية في نهاية اليوم لكل صفقة على حدة. ويستخدم عادة لتسوية المبالغ المترتبة على نتائج أنظمة المقاصة المختلفة. كما يدخل فيه نظم التسوية الإجمالية الآنية التي تجري المقاصة خلال اليوم بشكل آني ولكن مع قابلية النظام لإلغاء التسوية حتى نهاية اليوم.	تتم التصفية في الغالب في نهاية اليوم. ولكنها يمكن أن تحدث خلال أوقات متقطعة أثناء اليوم.

ويمكن أن تستخدم التسوية الإجمالية والصافية في جانب التسليم و/أوالدفع. حيث يمكن أن يعتمد مبدأ التسوية الإجمالية لتسليم الأوراق المالية ودفع مبالغ الصفقات، أو يتم الاعتماد على مبدأ التسوية الإجمالية للتسليم فقط ومبدأ التسوية الصافية للدفع، أو يتم استخدام مبدأ التسوية الصافية للتسليم والدفع معاً .

وهناك صيغ مختلفة لتطبيق كل من التسوية الإجمالية والصافية؛ حيث تختلف صيغ التسوية الإجمالية مثلاً بحسب آلية الحصول على السيولة في حالة عدم قدرة الدافع على تغطية مبلغ الصفقة (عن طريق البنك المركزي، أو تنظيم داخلي بين مجموعة من المؤسسات، أو من ممول خارجي). كما أن التسوية الصافية يمكن أن تكون ثنائية bilateral أو متعددة multilateral، والأخيرة أكفأ من الثنائية في تقليل حجم وعدد المدفوعات التي يتحتم على كل طرف تسويتها.[١٣]

ولكل من التسوية الإجمالية والصافية مزايا وعيوب؛ فالمقاصة الصافية تقلل من حجم الصفقات، والمدفوعات المطلوب تحويلها وقت التسوية، ولكن مخاطر تسويتها – خاصة الخطر الائتماني – أعلى. أما المقاصة الإجمالية فتتطلب تحويلات مالية أكثر، وتتطلب من البنوك إدارة مخاطر السيولة بشكل متواصل مما يترتب عليه زيادة تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات، ولكن مخاطر تسويتها منخفضة.

[١٣] تحتوي (BIS : 1989) و(BIS : 1997)على معلومات مفصلة حول صيغ المقاصة الإجمالية والصافية.

مسائل تطبيقية

مسألة (٤)

هل ستلغي التسوية الآنية المقاصة؟

هل ستلغي التسوية الإجمالية الآنية Real Time Gross Settlement الحاجة إلى شركات المقاصة؟ يبدو أن الإجابة على هذا السؤال هي أن الاعتماد بشكل متزايد على هذه الآلية في التسوية سوف تقلل تدريجيا من الحاجة إلى شركات المقاصة، ولا يستبعد أن تختفي نهائيا في حالة وجود نظام واحد مركزي يتولى المطابقة والمقاصة والتسوية آنياً.

٤-٢ توقيت التسوية

عادة ما يحدد موعد التسوية وفق الاصطلاح التالي (T+3) حيث يمثل T تاريخ الصفقة (وتحديداً منتصف ليل يوم تنفيذها). ومعنى هذا الاصطلاح أن الصفقة سوف تسوّى في اليوم الثالث بعد تاريخ تنفيذها. وبالنسبة للسندات الحكومية والخيارات، فتتم التسوية وفق مبدأ T+1 (Hull : 1997). وهناك جهود متواصلة على مستوى صناعة الأوراق المالية في العديد من الدول لتقليل الفارق إلى T+1. (DTCC : 2000a) ويمكن أن تتم التسوية، في ظل توافر بنية قانونية وتقنية مواتية، وفق T+0، أي يكون وقت التنفيذ هو وقت التسوية.

وتختلف أنظمة التسوية كذلك في وقت حسم التسوية settlement finality، ويقصد به الوقت الذي ينتفي فيه حق أي من الطرفين في إلغاء التسوية. إذ قد تسمح بعض الأنظمة بحق الإلغاء حتى وقت معين مثل نهاية اليوم، بينما تمنع أخرى إلغاء التسوية بعد إتمامها تحقيقا لاستقرار التعامل.

وتجدر الإشارة إلى آلية مشهورة للتسوية يتزامن فيها التسليم مع الاستلام Delivery-versus-payment (DVP) . وفيها يتم تحويل المبالغ النقدية من المشتري إلى البائع وتحويل ملكية الأوراق المالية آنياً. ويعد نظام التسوية الإجمالية الآنية (RTGS) متطلبا هاما لتطبيق هذه الآلية.

مسائل تطبيقية

مسألة (٥)

كيف يمكن البيع والشراء في نفس اليوم مع تراخي التسوية؟

اشتهر في الوقت الحاضر ما يسمى بالتعامل اليومي day trading بين المتعاملين العاديين في الأوراق المالية عير الإنترنت (مع أنه كان يمارس من قبل المتعاملين المحترفين لفترة طويلة). ويقصد بالتعامل اليومي إمكانية البيع والشراء في نفس اليوم؛ حيث يستطيع المتعامل أن يشتري السهم ثم يبيعه، أو العكس. فكيف يمكن التوفيق بين هذا الواقع وحقيقة أن نقل الملكية تتم في حالة الأسهم بعد ثلاثة أيام؟ والجواب هو أن العميل يقوم بتصفية مركزه المالي قبل التسوية. ولا يتأثر وضع السمسار من حيث تسليم واستلام الأسهم في اليوم الثالث لأن المتعامل اليومي ينهي يومه في الغالب كما بدأه flat . فهو إما أن يشتري أسهما قد باعها بداية اليوم، أو يبيع أسهما قد اشتراها بداية اليوم، فيتم تعديل حسابه لدى السمسار في اليوم التالي بناء على مقدار ما ربح أو خسر خلال التعامل اليومي. ويمكن إجراء مثل هذا النوع من التعاملات لمن فتح حسابا نقديا لدى السمسار، ولكن حساب الهامش يسهل من القيام بهذا النوع من التعامل بشكل كبير. وتجدر الإشارة إلى أن هناك قيوداً متزايدة على هذا النوع من التعامل بسبب انطوائه على مخاطرة كبيرة. فبعد دراسة مستفيضة لهذا النوع من التعامل والسماسرة الذين يروجون له أصدرت هيئة سوق المال في الولايات المتحدة أنظمة إضافية أكثر صرامة فيما يتعلق بمنح الائتمان لهؤلاء المتعاملين، وشروط إجراء البيع بعد الشراء أو العكس، كما ألزمت السماسرة بأن يفصحوا للعملاء بشكل واضح عن درجة المخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا التعامل (وقد توصلت الدراسة إلى أن الغالبية العظمى من المتعاملين بهذا النوع يخسرون). للتفصيل راجع: (NASAA, 1999)

٤-٣ المعالجة المتكاملة للصفقات

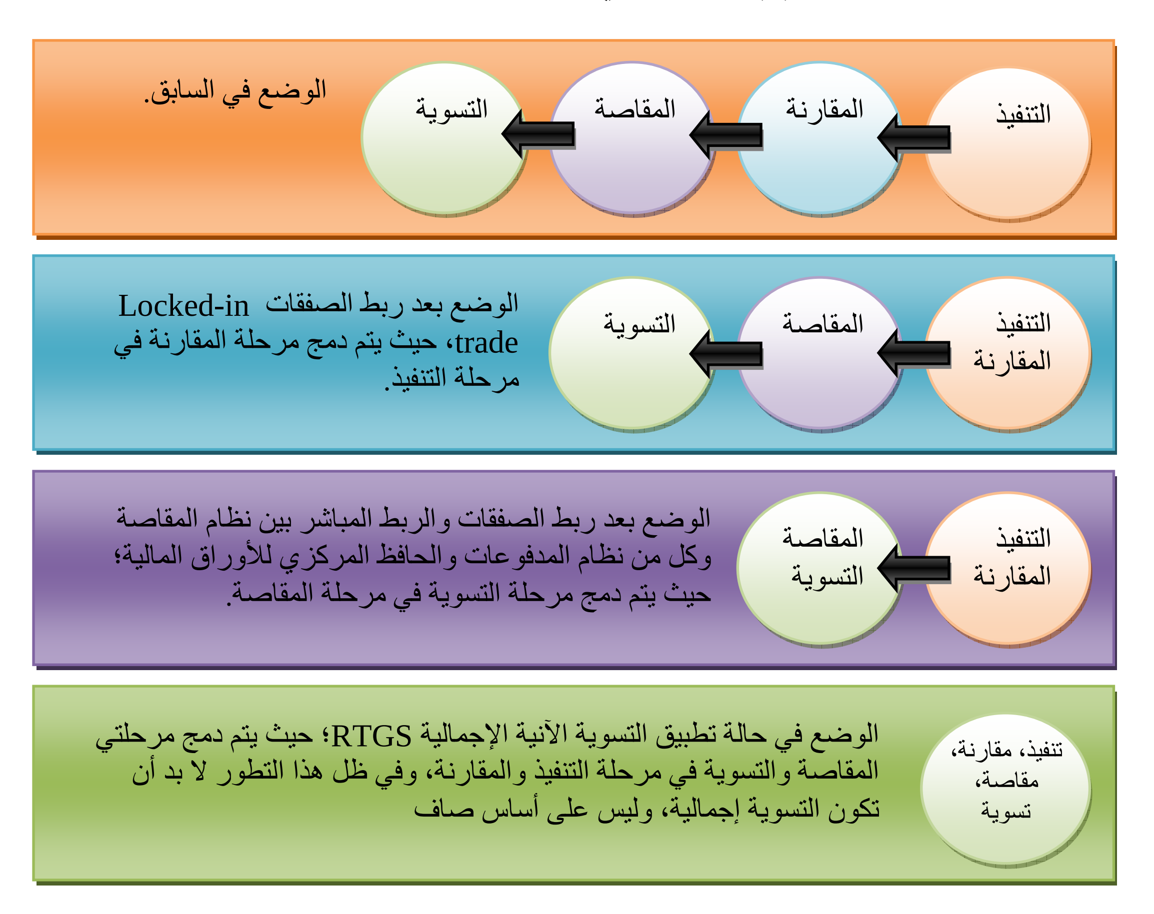
في ظل تطبيق ما أصبح يعرف بالمعالجة المتكاملة للصفقات Straight Through Processing (STP) فإنه يتوقع معالجة جميع الإجراءات التي تلي مرحلة التنفيذ من مقاصة وتسوية (المراحل ٥-٨) بشكل آلي دون أي تدخل يدوي. أما في ظل تطبيق آلية التسوية الآنية RTGS فإن جميع الإجراءات المتعلقة بنقل الملكية سوف تتم لحظة تنفيذ الصفقة.

وفي ظل نظام المعالجة المتكاملة للصفقات، تقوم شركة المقاصة في كل صفقة بدور الطرف المركزي المقابل (CCP) Central Counterparty ، فتكون المشتري من كل بائع والبائع لكل مشتري. ومن ثم يحول هذا النظام العقد بين البائع والمشتري في السوق إلى عقدين: عقد بين البائع والطرف المركزي المقابل، وعقد بين الطرف المركزي المقابل والمشتري، فيكون التعامل بين شركة المقاصة وكل عميل تعاملا أصيلا وفق هذه الآلية. والأثر القانوني لهذه الآلية

أنه في حالة إخفاق أحد الطرفين تكون المسؤولية القانونية بين شركة المقاصة والطرف الذي أخفق فقط، وليس بين الطرفين. وتماثل شركة المقاصة عند قيامها بهذا الدور شركة التأمين، فهي تضمن تسوية الصفقة، في مقابل مساهمة الأعضاء في صندوق يقدم الحماية للأعضاء في حالة تعرض أحدهم للإفلاس. كما تشترط شركة المقاصة لمزيد من الحماية تحديد سقف أعلى لمديونية كل عضو، أو أن يقدم ضمانات إضافية تتناسب مع حجم المديونية الصافية. وهذه الترتيبات تؤدي في الواقع إلى تماثل درجة مخاطر تسوية الصفقات التي يواجهها كل عضو في هذا النظام (DTCC : 2003).

ويوضح الشكل (٣) أثر التطور في آليات التنفيذ والتسوية على إجراءات نقل الملكية.

شكل (٣): التطور في آليات التنفيذ والتسوية



٥ مخاطر التسوية

بالرغم من أن الكثير يجهل عمل آليات المقاصة والتسوية، وبالرغم من عدم شعور المتعاملين بدورها في إتمام الصفقات، إلا أن لها دوراً كبيراً في تسهيل مبادلة الأوراق المالية في الاقتصاد، وتقليل مخاطر تسويتها، خاصة فيما يتعلق بالتحكم في المخاطر المنبعثة من النظام نفسه systemic risk في حالة الأزمات؛ ويؤكد ذلك عظم قيمة الصفقات التي تنتظر التسوية والتي قدرت في ظل النظام القائم على التسوية بعد ثلاثة أيام من التنفيذ (T+3) المطبق في الولايات المتحدة – كمثال – بنحو ٢.٨ تريليون دولار يوميا في عام ٢٠٠٤م (SIA, 2001). وتدل هذه الأرقام الضخمة على عظم الخطر الذي يمكن أن يترتب على إخفاق نظم تسوية الصفقات، وأهمية السعي الدؤوب نحو تقليل المخاطر التي تهددها. ويعرض هذا القسم فيما يلي للمخاطر التي تؤثر على إتمام عملية تسوية الصفقات وسبل تجنبها.

- **الخطر التقني**: ويحدث عندما تخفق تقنية المعلومات والاتصالات المستخدمة في عملية التسوية في إتمام عمليات نقل الملكية والتحويلات المالية المترتبة عليها في الوقت المحدد. ومثال هذا الخطر ما حدث لبنك نيويورك في ١٩٨٥م عندما عجز عن إكمال التسوية بسبب تعطل أجهزة الحاسب والاتصالات بين البنك والجهات الأخرى. وقد تم حل هذه المشكلة من خلال تدخل البنك المركزي بإقراض هذا البنك، خشية انتشار هذا الخطر وتحوله إلى أزمة مالية.
- **احتمال وقوع الخطأ**: وهو أكبر في الأنظمة التي تعتمد على الوسطاء في تنفيذ الصفقات وتقرير معلوماتها. حيث يترتب على ذلك عدم اتحاد معلومات الصفقة عند مقارنتها من خلال مركز المقاصة. ويقلل استخدام أنظمة التداول الإلكترونية من هذا الخطر بشكل كبير، مع ذلك يظل احتمال وقوع الخطأ من أي من العاملين سواء في إدخال الأمر أو تسجيل معلوماته. وعادة ما يتم التعامل مع هذه الحالات الاستثنائية من خلال إجراءات متفق عليها مسبقا لا يتأثر بها وضع العميل.

ويسمي هذين النوعين من الأخطار بأخطار التشغيل operational risks. ويؤدي التقدم التقني إلى تقليل دور الإنسان في معالجة الصفقات وبالتالي تقليل احتمال وقوع هذه الأخطاء. كما يقل احتمال وقوع هذه الأخطار مع تحسن قدرة أنظمة الحاسب والمعلومات على حماية الحجم المتزايد للصفقات من العبث، وتوفير آلية سهلة لمراجعة سلامة عمليات التنفيذ

والتسوية، ووضع خطة لمجابهة الطوارئ تشتمل على نظام الحفظ الاحتياطي backup system للمعلومات في أماكن مختلفة.

- **الخطر الائتماني**: هو خطر إفلاس أحد طرفي الصفقة، وبالتالي عجزه عن الوفاء بكامل أو بعض قيمة الصفقة. وهو في الواقع من أهم الأخطار التي تواجه عملية التسوية. ولذا تحرص الجهات المسؤولة عن تنظيم هذه الصناعة على سن الأنظمة التي تحمي النظام ككل من هذا الخطر. وباعتبار أن أحد أسباب هذا الخطر هو الإفراط في منح الائتمان، تحرص التشريعات على التحكم بشكل صارم في شروط منح الائتمان. كما يحرص السماسرة وتجار الأسهم على الاشتراك في نوع تأمين للتقليل من حدة هذا الخطر، وزيادة الثقة في عملية التسوية. وأحد أبرز هذه الترتيبات ما يسمى بالتسوية وفق آلية الطرف المركزي المقابل، التي سبقت الإشارة إليها في الفقرة (٤-٣).
- **خطر السيولة**: ويتمثل في تأخر أحد طرفي الصفقة في الالتزام بدفع الثمن أو تسليم الورقة المالية في تاريخ التسوية. وهذا الخطر وإن كان أقل من سابقه إلا أنه قد يؤدي إليه؛ وذلك عندما يترتب عليه عجز طرف ثالث عن الوفاء بالتزاماته. ولذا يحرص المنظمون والعاملون في هذه الصناعة على وضع القيود التي تقلل من احتمال حدوثه. وقد يكون من بين هذه القيود إلزام المشتري بإيداع قيمة الصفقة في حسابه لدى السمسار قبل إرسال أمر الشراء، وتسليم البائع ما يثبت ملكيته للورقة المالية قبل إرسال أمر البيع.
- **خطر الحافظ**: ويقصد بها خطر فقدان الأصول المالية نتيجة إفلاس الحافظ أو إهماله أو نتيجة استغلاله للأوراق المالية بطريقة غير مشروعة، أو ضعف نظام مسك الحسابات لديه. ويقلل من هذا الخطر التوجه نحو نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية.
- **خطر الأزمة المالية**: وهو أسوأ ما يمكن أن يحدث، ويتسبب فيه تتابع إعلان الإفلاس نتيجة إخفاق إحدى المؤسسات المالية الأعضاء في نظام المقاصة والتسوية في الوفاء بالتزاماتها، بشكل يهدد نظام التسوية والمدفوعات في الإخفاق ككل. وللبنك المركزي دور بارز في وقاية النظام من هذا الخطر، والقضاء عليه قبل أن يستفحل من خلال التدخل في فك حلقات هذه الأزمة (Bernanke : 1990).
- **خطر التسوية عبر الحدود**: نظرا لانتشار التداول بالعملات والأوراق المالية بين الدول المختلفة، وبسبب اختلاف وقت عمل نظم المدفوعات في الدول يكون هناك احتمال عدم تسوية الصفقات بسبب عدم إمكانية التسوية الآنية.

- **الخطر القانوني**: الخطر الناتج عن تباين الأنظمة التي تحكم المقاصة والتسوية، والحقوق المالية المترتبة عليهما في الدول المختلفة. وهو خطر ناجم عن التوسع في التعامل عبر الحدود واختلاف الأنظمة التي تحكم صناعة الأوراق المالية في الدول المختلفة. وتقليل هذا الخطر يتطلب تعاون دولي لتقليل الفوارق بين هذه الأنظمة ما أمكن.

ويلاحظ عموما أن مخاطر التسوية تزيد بزيادة المدة بين تنفيذ الصفقة وتسويتها. ولهذا يحرص مختلف العاملين في هذه الصناعة ومنظميها على تقليل هذه الفترة التي تبلغ حاليا ٣ أيام. حيث هناك توجه نحو الانتقال إلى يوم واحد في المستقبل القريب.

مسائل تطبيقية

مسألة (٦)

الغنم والغرم بين التنفيذ والتسوية

من الذي يتحمل مخاطر تقلب سعر الورقة المالية خلال الفترة بين التنفيذ والتسوية: البائع أم المشتري؟
تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث المهمة المرتبطة بالشركة المساهمة، أو القطاع الاقتصادي الذي تعمل فيه، أو حتى الاقتصاد المحلي والعالمي. ويصعب على المتعاملين توقع مثل هذه الأحداث. ومن الأحداث الأخرى التي يجهلها المتعاملون كذلك قرار مجلس الإدارة– في حالة تحقيق أرباح – حول نسبة ما سيوزع منها على المساهمين؛ حيث تمنع أنظمة الأسواق التعامل المبني على معلومات داخلية ذات قيمة تم الحصول عليها من مجلس الإدارة.
والسؤال المهم في هذا الإطار هو: من الذي يستحق الأرباح (أو يتحمل الخسائر) التي تحدث بسبب تقلبات سعر الأسهم بسبب هذه الأحداث - بما في ذلك حدث توزيع الأرباح - إذا وقعت بعد تنفيذ الأمر ولكن قبل التسوية، هل هو المشتري أم البائع؟
والجواب هو أن المشتري بعد تنفيذ الصفقة هو الذي يتحمل المخاطرة. فهو الذي يستفيد من الأحداث التي ترفع من قيمة السهم، ويخسر من جراء الأحداث التي تقلل من قيمته، بغض النظر عن تاريخ تسوية الصفقة. وللتمثيل نأخذ حالة توزيع الأرباح. إذا قامت الشركة المساهمة بالإعلان عن توزيع أرباح فإن **سعر السهم يتغير مباشرة** تبعا لكون النسبة الموزعة أقل أو أعلى مما يتوقعه المتعاملون في السوق. والمستفيد أو المتضرر هو من اشترى السهم قبل هذا الإعلان سواء تمت تسوية الصفقة أم لا. وعادة ما يتم التفرقة في هذا الإطار بين عدة تواريخ تتعلق بتوزيع أرباح الأسهم على النحو التالي:

تاريخ الإعلان declared date	تاريخ تصويت وتصديق مجلس الإدارة على توزيع الأرباح.
تاريخ السجل record date	التاريخ الذي يجب أن يكون فيه اسم المساهم موجودا ضمن قائمة ملاك الشركة حتى يستحق الأرباح.
تاريخ التوزيع payable date	التاريخ الذي تقوم فيه الشركة بتوزيع الأرباح التي تم الإعلان عنها.

تاريخ الصفقة trade date	تاريخ شراء العميل أو بيعه للسهم محل التوزيع.
تاريخ التسوية settlement date	تاريخ قيام العميل بدفع مبلغ شراء السهم وتوثيق ملكيته، أو تسليم السهم الذي قام ببيعه واستلام قيمة صفقة بيعه.
تاريخ التعامل "بدون أرباح" Ex-dividend date	تاريخ التعامل بالسهم بدون الأرباح الموزعة، وفي بدايته ينخفض سعر السهم بنفس مقدار الأرباح الموزعة. وبعبارة أوضح هو أول يوم يتم فيه التعامل بالسهم بدون أحقية المشتري في الأرباح المعلنة حتى وإن لم تقم الشركة فعلا بتوزيعها.

وتسلسل وقوع هذه التواريخ كالتالي: تاريخ الإعلان، تاريخ التعامل "بدون أرباح"، تاريخ السجل، تاريخ التسوية. وعادة ما يتم تحديد تاريخ السجل ضمن قرار الإعلان. والتوزيع يمكن أن يتم في أي وقت بعد تاريخ السجل. كما إن الصفقة يمكن أن تتم في أي تاريخ، ولكن التاريخ الحاسم هو تاريخ التعامل "بدون أرباح" فمن يشتري السهم قبل هذا التاريخ، يستحق استلام الأرباح من الشركة. ولذا تكون الفترة بين تاريخ الإعلان وتاريخ التعامل "بدون أرباح" أطول من فترة التسوية لضمان تحقق النفع للمشتري، كما يجب أن تتطابق الفترة بين تاريخ التعامل "بدون أرباح" وتاريخ السجل مع فترة التسوية حتى لا يصبح اسم المشتري في قائمة المالكين في تاريخ السجل. فمن اشترى قبل تاريخ التعامل "بدون أرباح" يضمن وجود اسمه في سجل الملاك وبالتالي استلام الأرباح. ويوضح الشكل التالي تسلسل وقوع هذه التواريخ في ظل نظام التسوية بعد ثلاثة أيام T+3:

المشتري يستحق الأرباح					المشتري لا يستحق الأرباح				
		T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	
تاريخ الإعلان	...				تاريخ التعامل "بدون أرباح"		تاريخ السجل	تاريخ التسوية	...

من يشتري في هذا التاريخ أو قبله يستحق الأرباح لأن اسمه يكون في سجل المالكين في يوم التسوية بالنسبة له وهو يوم T+2

من يشتري في هذا التاريخ أو بعده لا يستحق الأرباح لأن اسمه لا يكون في سجل المالكين في يوم التسوية بالنسبة له وهو يوم T+3

وفيما يتعلق بالسندات، فإن مقدار الفوائد وموعد حلولها معروف مسبقا، مما يعني انعدام المخاطرة– على الأقل من الناحية التعاقدية – فيما يتعلق بمن يستحق الفوائد. ولهذا يتم التعامل مع قضية الفوائد بشكل آلي عند تسوية صفقاتها فيما يعرف بمصطلح الفوائد المستحقة accrued interest. ووفق هذا المفهوم يقوم المشتري (الذي يفترض أن يستلم الفوائد من مصدر السند) بدفع نسبة من الفائدة إلى البائع عند تسوية الصفقة، وتعتمد هذه النسبة على كل من الفترة الدورية لدفع الفائدة، وتاريخ دفعها، وتاريخ الصفقة . مثال: إذا كان السند يدفع مبلغ ١٠٠ في نهاية كل سنة، وتم شراؤه في نهاية شهر ٩ فإن المشتري يدفع ٧٥ للبائع إضافة إلى سعر السند؛ لأن المشتري سوف يستلم كامل مبلغ الفائدة ١٠٠ بعد ثلاثة أشهر.

مسائل تطبيقية

مسألة (٨)

هل يمكن أن يضمن السمسار للعميل تنفيذ الصفقة قبل إرسال أمره إلى السوق؟

لا يستطيع السمسار ذلك من الناحية الفنية إلا إذا كان سينفذها من مخزونه الخاص. ولا توجد أنظمة تلزم السمسار بتنفيذ الأمر في مدة محددة. والذي يحدث في الواقع أن بعض السماسرة يعلن – بهدف الترويج لخدماته ـ أنه يضمن تنفيذ الصفقات في حدود فترة زمنية معينة (مثلا خلال ٣٠ ثانية من وصول الأمر إليه). ولا يقدم على هذا إلا إذا كان يدرك بما لديه من خبرة وإمكانيات فنية أنه يستطيع إنجاز ذلك في أغلب الحالات. ولكنه قد يعجز، وفي هذه الحالة ينفذ الأمر بدون تحميل العميل أي عمولة مقابل التنفيذ لأنه أخفق في الالتزام بوعده. ويلاحظ أن هناك تبادلاً بين السرعة وجودة التنفيذ. فإعطاء السمسار فترة أطول لتنفيذ الأمر يؤدي في الغالب إلى تنفيذه عند سعر أفضل. وعموما يتحمل السمسار أي تقصير أو خطأ في تنفيذ تعليمات العميل كما حددها في أمره كالخسارة التي يمكن أن تترتب على تأخير إرسال الأمر السوقي مباشرة. بل يصبح مسؤولا في بعض الدول عن تحقيق أفضل تنفيذ، فإذا وجد أفضل من السعر الذي طلبه العميل يكون ملزما نظاما بالتنفيذ وفق السعر الأفضل (الأعلى في حالة البيع والأقل في حالة الشراء).

٦ التسوية في أسواق مالية مختارة

يستعرض هذا القسم آلية تسوية الصفقات في أسواق مالية مختارة هي: أسوق الأسهم الأمريكية، وسوق الأسهم السعودية، وسوق لندن للمعادن، وسوق العملات. وقد اختيرت هذه الأسواق لأهميتها النسبية خاصة بالنسبة لصناعة الصيرفة الإسلامية؛ حيث تعد الأسهم والمعادن والعملات من الأدوات المفضلة للاستثمار المالي في البنوك الإسلامية، ويأتي في مقدمة الأسواق التي تتداول الأسهم أسواق الأسهم الأمريكية، والأسواق التي تتداول المعادن سوق لندن للمعادن. وتعد سوق الأسهم السعودية أكبر الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط من حيث القيمة الرأسمالية للشركات المساهمة المدرجة فيها، كما إنها تعد الرائدة في استخدام التداول الإلكتروني في المنطقة، حيث بدأت في تطبيقه عام ١٩٩١م .

٦ـ ١ أسواق الأسهم الأمريكية

كما أشرنا في مقدمة القسم (٣)، ينطبق العرض في الأقسام السابقة إلى حد كبير على أسواق الأسهم الأمريكية، والذي لا يختلف بشكل جذري عن ما هو معمول به في بقية أسواق

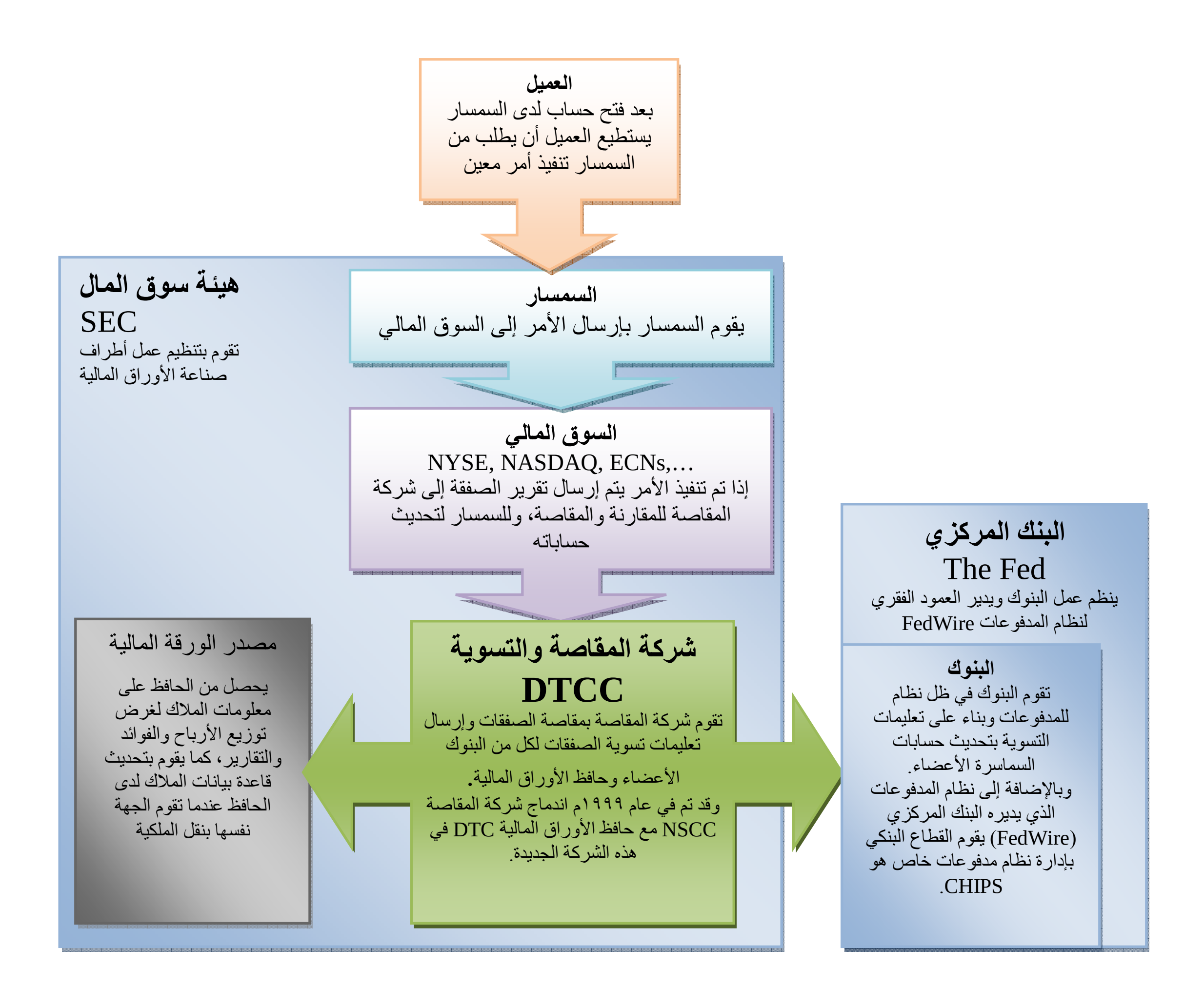
الأسهم العالمية. ولهذا سيقتصر العرض فيما يلي على ذكر أهم أطراف صناعة الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ودورها في عملية التسوية.

تعد الأسهم من أبرز الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية للولايات المتحدة. ويقوم السماسرة وتجار الأسهم بدور كبير في تقديم خدمة تداولها لمختلف أنواع المستثمرين. وتمثل الأسواق المالية المراكز التي يرسل إليها السماسرة أوامر العملاء لتنفيذها، وأهمها سوق نيويورك (NYSE)، وسوق نازداك (NASDAQ)، وشبكات التداول الإلكترونية Electronic Communication Network (ECN)، كما يمكن التعامل بين المستثمرين وكبار تجار الأسهم مباشرة أو من خلال السماسرة. ولا يوجد ما يمنع أن يكون السمسار عضوا في أكثر من سوق مالية.

ويتولى عملية المقاصة في كل هذه الأسواق الشركة الوطنية لمقاصة الأوراق المالية National Securities Clearing Corporation (NSCC)، ويتم توثيق نقل ملكية الأسهم من خلال حافظ الأوراق المالية Depository Trust Company (DTC)، ونظرا لارتباط عمل هاتين الشركتين فقد تم اندماجهما في عام ١٩٩٩م في شركة واحدة هي شركة الحفظ والتسوية: Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). وتقوم الشركة بالمقاصة والتسوية وفق مبدأ الطرف المركزي المقابل، وتستهدف حالياً ميكنة عمليات المقاصة والتسوية من خلال تطبيق المعالجة المتكاملة للصفقات (DTCC : 2000b).

وتقوم البنوك التجارية والبنك المركزي بدور كبير في هذه الصناعة من خلال تسهيل عملية تسوية المبالغ المترتبة على الصفقات من خلال نظام المدفوعات الخاص Clearing House Inter-bank Payment System (CHIPS)، أو من خلال نظام المدفوعات الذي يديره البنك المركزي FedWire. ويشرف على السوق هيئة سوق المال Security Exchange Commission (SEC). وهناك مشروع قائم في هذه الصناعة نحو تقليص فترة التسوية من ثلاثة أيام إلى يوم واحد (T+1)، ويتوقع إنجاز هذا المشروع في الأعوام القليلة القادمة (DTCC : 2000a). ويوضح الشكل (٤) العلاقة بين أطراف هذه الصناعة.

شكل (٤): مراحل التسوية في أسواق الأسهم الأمريكية



مسائل تطبيقية

مسألة (١٠)

لماذا تتعدد المؤسسات المالية العاملة في صناعة الأوراق المالية؟

من الأسئلة التي تطرح نفسها بقوة مسألة تعدد المؤسسات المالية العاملة في مجال خدمة الأوراق المالية: لماذا لا يكون هناك سوق مالية وطنية واحدة؟ لماذا لا يوجد شركة مقاصة واحدة؟ لماذا لا يوجد حافظ واحد للأوراق المالية؟ لماذا الفصل بين هذه المؤسسات المختلفة؟ أليس من الممكن أن يقوم بها جميعا مؤسسة واحدة؟ الإجابة على السؤال الأخير: نعم من الممكن أن تتولى جميع الأمور المتعلقة بتداول الأوراق المالية جهة واحدة. وأفضل مثال على ذلك – كما سنرى بالتفصيل – حالة المملكة. فمؤسسة النقد العربي السعودي تتولى الإشراف على السوق، وتقوم بدور المقاصة والتسوية. وهذا التوحد في القيام بالوظائف الأساسية المتعلقة بتداول الأسهم مكن المؤسسة من تقديم خدمات في مجال التداول لم تصل لها دول مثل الولايات المتحدة، ومن أبرزها التسوية الآنية. فما هو تفسير التجزئة الحاصلة في الدول الأخرى مثل الولايات المتحدة؟

يمكن تفسير التجزئة باsلعوامل التالية:

(١) المصالح المتأصلة: تعتبر الأسواق المالية وشركات المقاصة والتسوية وحفظ الأوراق المالية منظمات غير هادفة للربح ولكنها تتكون من أعضاء يهدفون إلى الربح ولهم مصالح أخرى خارج السوق (وهم تجار الأسهم والسماسرة). ولذا قد تكون بعض التغيرات في بنية السوق نحو مزيد من الاندماج مبررة من وجهة نظر الكفاءة الاقتصادية والرفاه الاجتماعي، ولكنها تتعارض بدرجة أو بأخرى مع مصالح الأعضاء الذين عادة ما يكونون أعضاء في أكثر من سوق.

(٢) تباين رغبات المستفيدين: اختلاف الأسواق في أنظمتها المتعلقة بشروط الإدراج، والإفصاح عن المعلومات، وآلية تنفيذ الأوامر يجعل السوق مفضلة لنوعية معينة من مصدري الأوراق المالية، ونوعية معينة من السماسرة وتجار الأسهم، ونوعية معينة من المستثمرين.

(٣) تعدد الأوراق المالية: تعدد الأسواق وشركات المقاصة وحافظي الأوراق المالية يجد من يدعمه على أساس أن كل نوع من الأوراق المالية (الأسهم مقابل الخيارات مثلا) يحتاج إلى معاملة خاصة، وبالتالي تحظى المنتجات المالية المتعددة بمعاملة أفضل في ظل التعدد، وبمعاملة أقل كفاءة في ظل التوحد.

(٤) ولعل أقوى الأسباب هو حرص المنظمين على إتاحة المنافسة بين مختلف مقدمي الخدمات المالية بهدف التنافس في الابتكار وتقديم أفضل الخدمات للمستثمرين. والمنافسة تتطلب التجزئة. بالإضافة إلى ذلك يؤدي السماح بتبطين الأوامر (انظر المسألة (٢)) بزيادة حدة المنافسة والتجزئة من خلال تسهيل إنشاء أسواق مالية جديدة.

٦ ــ ٢ سوق الأسهم السعودية

تم تنظيم سوق الأسهم السعودية عام ١٤٠٥هـ (١٩٨٤م)؛ حيث تم تحويل دور السمسرة بشكل رئيس من المكاتب غير المرخصة في بيع وشراء الأسهم إلى البنوك المحلية التجارية. وفي عام ١٤١٠هـ (١٩٩٠م) تمت ميكنة عملية تداول الأسهم عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم المعروف باسم إيسس (ESIS). وقد تم تحديث النظام منذ تطبيقه تسع مرات. ثم تم في نهاية عام ١٤٢٢هـ (٢٠٠١م) استبداله بنظام تداول جديد أطلق عليه اسم (تداول). ومن الناحية التنظيمية تعد هيئة السوق المالية التي أنشئت في عام ١٤٢٤هـ الجهة المشرفة على السوق.

أسهم تطبيق نظام (تداول) في تحديث نظام التداول والتسوية السابق، وتقديم خدمات إضافية جديدة للسوق، وتطبيق المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات (STP) من خلال استخدام شبكة معلومات أسرع تعتمد على معايير قياسية عالمية، وتطوير آلية نشر معلومات السوق، وزيادة مستوى الأمن. ويعد نظام (تداول) نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات؛ حيث يقوم بربط وحدات التداول المركزي بالبنوك (وهي الجهات التي تقوم بدور السمسار في

صناعة تداول الأسهم السعودية) بالحاسب المركزي في شركة (تداول)، مما يمكن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، وتنفيذها إلكترونيا، والبدء في مراحل تسويتها إلكترونيا (السويلمي : ٢٠٠١م).

ويتم تنفيذ الصفقات من خلال نظام (تداول) عندما تتطابق إلكترونيا عروض البائعين مع طلبات المشترين. وبعد تنفيذ الصفقة، يتم تحويل الصفقة آليا إلى نظام التسويات. وتعد الفترة اللازمة لإتمام نقل الملكية من خلال هذا النظام من أقصر الفترات مقارنة مع بقية دول العالم. حيث تتم التسوية وقت تنفيذ الصفقة (T+0) بالنسبة للأسهم وفي اليوم التالي (T+1) بالنسبة للمبالغ المالية، حيث يتم في نهاية التداول مقاصة مبالغ الصفقات بين البنوك كالمعتاد. وقد أسهم تطوير نظام (تداول) في بيئة البنك المركزي في تسهيل هذه العملية بشكل كبير، خاصة في ظل ربط نظام التداول بالعمود الفقري لنظام المدفوعات سريع SARIE (1997).[١٤]

وتوفر إجراءات النظام ضوابط لحماية المتداولين أهمها ضمان تحصيل مبالغ صفقات الشراء قبل إرسال أوامر الشراء إلى السوق، ودفع مبالغ صفقات البيع من البنوك للعملاء وفق نظام محاسبي دقيق.

ويتيح النظام للمستثمر إمكانية فتح الحسابات في كل من البنوك ومركز الإيداع. وللمستثمر الحق في الحصول بشكل دوري على كشف بجميع العمليات والإيداعات على حساباته في البنك. ويمكن للمستثمر التداول من خلال البنوك التي فتح فيها حسابه أو حساباته فقط. ويسمح الإصدار الجديد التعامل بأنواع جديدة من الأوامر، بالإضافة إلى إمكانية التعامل مباشرة بالأسهم من خلال شبكة الإنترنت بنظام إدارة الأوامر الموجود لدى البنوك. ويتم بث معلومات السوق إلى شركات مزودي المعلومات إلكترونيا. وتتضمن معلومات السوق الأسعار، ومعلومات الشركات، والإعلانات، بالإضافة إلى معلومات تاريخية (السويلمي : ٢٠٠١م).

ويقدم نظام تداول وظائف متكاملة للإيداع. فمثلا، يمكن بسهولة رهن الأسهم المودعة في الحساب. وحالما يتفق البنك مع المستثمر على رهن الأسهم، فإن البنك يقوم آليا بتحويل تفاصيل الرهن إلى مركز الإيداع. ويقوم نظام تداول تلقائيا بالتأكد من توافر الأسهم. ويتم نقل الأسهم من

---

[١٤] يمثل نظام المدفوعات (سريع) في الواقع العمود الفقري لعدد من أنظمة المدفوعات السعودية، وهي: نظام المقاصة الآلية (١٩٨٦)، وشبكة المدفوعات السعودية SPAN التي تخدم أجهزة الصرف الآلي ATM (١٩٩٠) وطرفيات نقاط البيع POS (١٩٩٣)، بالإضافة إلى النظام الآلي لمعلومات الأسهم (١٩٩٠). والجدير بالذكر أن المؤسسة في أواخر الثمانينات بدأت في إلزام البنوك باستخدام شبكة التحويلات SWIFT لإجراء المدفوعات الدولية. ويتوافق نظام سريع مع معايير هذه الشبكة الدولية.

الأسهم المتاحة إلى الأسهم المرهونة بحيث لا يمكن تداولها أو رهنها من قبل بنك آخر. ولا يمكن فك رهن الأسهم إلا من قبل البنك الذي رهنها في الأصل. كما يسمح النظام بالقيام بجميع أنواع إجراءات الشركات مثل توزيع أسهم المنحة وتجزئة الأسهم والأرباح النقدية. فزيادة عدد الأسهم الناتجة عن إجراء في الشركة يظهر مباشرة في حسابات المساهمين، بحيث لا يضطر المستثمر إلى الانتظار حتى يستلم شهادته، وبدلا من انتظار استلام الشيك، فإنه يمكن إيداع الأرباح النقدية مباشرة في الحساب البنكي الخاص بالمستثمر.[١٥]

ومن أهم التطورات في مجال نقل الملكية المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات (STP)، والتي مكنت من حدوث التسوية الآنية.[١٦] وقد ساعد على هذه النقلة النوعية استخدام تحويل الحاسبات بدلا من طباعة الإشعارات، وهو ما مكن المتداولين من الشراء والبيع في اليوم نفسه باستخدام أرقام الحسابات بدلا من الإشعارات أو الشهادات.

وقد أدى ربط الإصدار الجديد بأنظمة البنوك إلى مساندة المعالجة المتكاملة للصفقات، باستخدام رسائل تبادل المعلومات المالية القياسية (Financial Information Exchange FIX). وقد مكّن ذلك البنوك من تقديم خدمات تنافسية للعملاء مثل إدارة المحافظ، والتداول عبر الإنترنت. ويخطط في مرحلة لاحقة مساندة الربط بأسواق أخرى إقليمية ودولية، وربط نظام التداول بشكل أقوى مع نظام سريع من أجل تسوية المبالغ النقدية المترتبة عن الصفقات وفق مبدأ المقاصة الإجمالية الآنية (RTGS) (السويلمي : ٢٠٠١م).

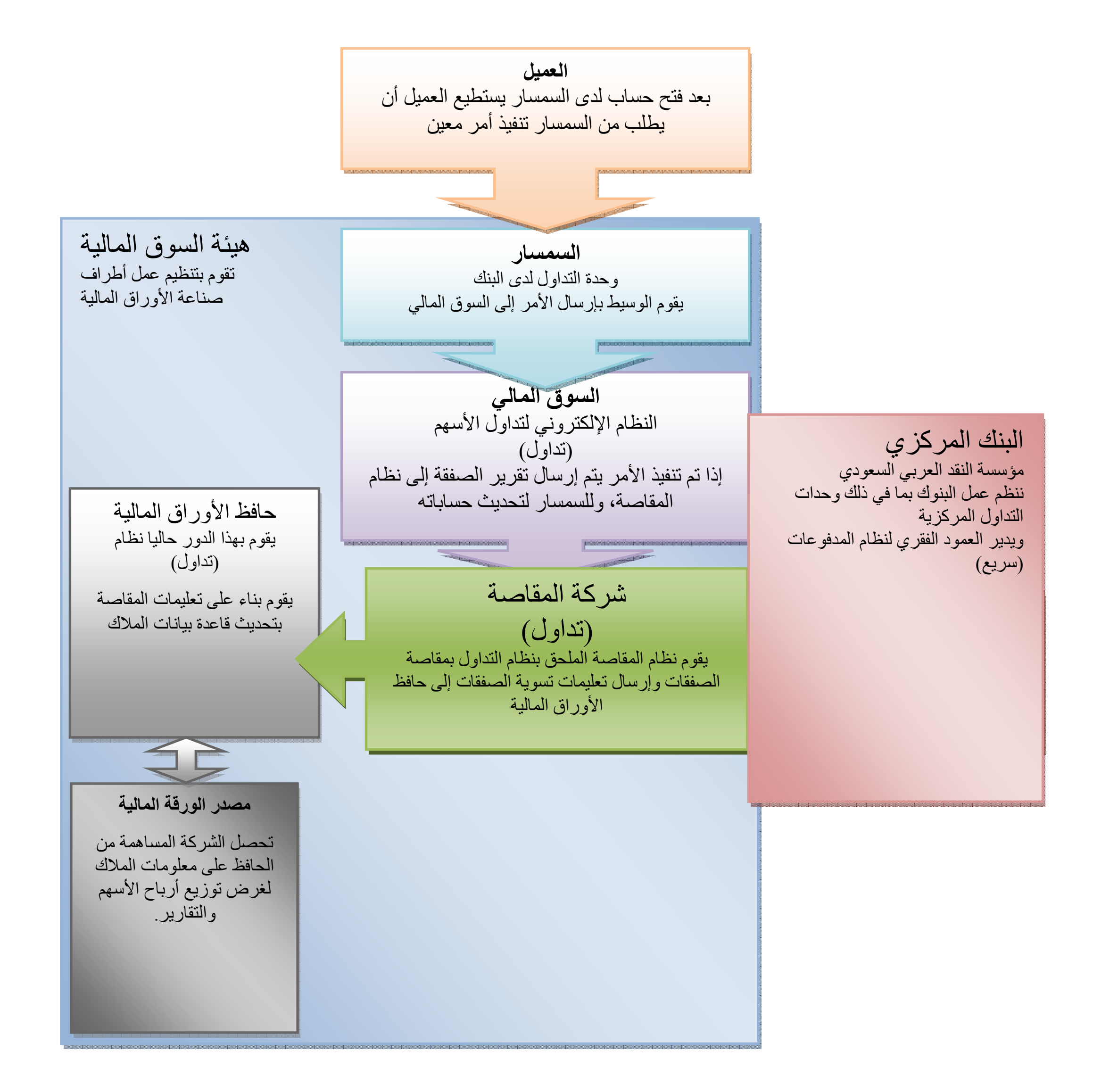
ويعرض الشكل (٥) العلاقة بين أطراف صناعة تداول الأسهم السعودية. وتشهد صناعة تداول الأسهم السعودية حالياً تغييرات هيكلية، أهمها: فصل التداخل بين هيئة السوق المالية ونظام تداول من خلال إنشاء شركة مستقلة مساهمة باسم شركة السوق المالية (تداول)، والترخيص لعدد كبير من شركات الخدمات المالية التي ستقوم بدور منافس للبنوك في تقديم خدمات الاستشارة المالية والسمسرة وإدارة صناديق الاستثمار.

---

١٥ نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى (مركز إيداع الأوراق المالية) لتنفيذ عمليات الإيداع، والتسوية، والتحويل، والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق. وحتى يتم إنشاء المركز، فإن وظائف مركز إيداع الأوراق المالية تتم عبر نظام الإيداع في سوق الأوراق المالية (تداول) (موقع هيئة السوق المالية www.cma.gov.sa).

١٦ هذا في جانب تسوية ملكية الأسهم. أما في جانب تسوية المبالغ النقدية المترتبة على الصفقات فستسمر وفق مبدأ التسوية في اليوم التالي (T+1). لكن هذا التراخي في تسوية المبالغ النقدية لا يمنع المتداولين من بيع الأسهم بعد شرائها مباشرة أو العكس. (انظر: وثيقة قواعد التداول، موقع تداول www.tadawul.com.sa). ولعل هذا يرجع إلى أن نظام التسوية الإجمالية الآنية للمبالغ النقدية (سريع) مختص بتسوية المبالغ الكبيرة، كالتي تترتب على المقاصة في نهاية اليوم (انظر موقع مؤسسة النقد www.sama.gov.sa).

شكل (٥): مراحل التسوية في سوق الأسهم السعودية



٦ – ٣ سوق لندن للمعادن London Metal Exchange (LME)

تعد سوق لندن للمعادن إحدى الأسواق الدولية الرائدة في التعامل في المعادن وعقود المستقبليات والخيارات ذات العلاقة بالمعادن. وهي متخصصة في المعادن غير الثمينة (النحاس، الألمنيوم، الزنك، الرصاص، النيكل، القصدير) بالإضافة إلى الفضة والمشتقات المالية المرتبطة بالمعادن أو مؤشر السوق LMEX الذي يمثل المعادن الرئيسة الست التي يتم تداولها في السوق.

وقد أضافت السوق إلى هذه المعادن في عام ٢٠٠٥م البلاستيك.[١٧] وتتمثل وظائف السوق الرئيسة الرئيسة فيما يلي:

١ – **اكتشاف الأسعار:** أي تحديد أسعار المعادن التي تتعامل بها السوق بشكل يومي بحيث تكون مرجعا للمتداولين بها عالميا. وينبغي التنبيه إلى أن السوق تقدم خدمة اكتشاف الأسعار، وليس التعامل الفعلي في هذه المعادن من قبل الشركات المنتجة لها أو المصانع المستخدمة لها. فالمصنع الذي يريد شراء معدن معين ذي تصنيف معين يتوجه مباشرة لمن يملك ذلك المعدن مسترشدا بالأسعار التي يتم التوصل إليها في السوق. مع هذا، فإن السوق يمكن أن ترتب تسليم المعادن المشتراة عندما يتطلب الأمر ذلك كما سنبين أدناه. وترى هيئة السوق أن الأسعار التي يتم اكتشافها للعقود الحالة تعكس حالة الطلب والعرض العالمي من هذه المعادن، كما تعكس أسعار العقود المستقبلية والخيارات توقعات السوق فيما يتعلق بالأسعار المستقبلية لهذه المعادن. ويتم توزيع معلومات الأسعار على جميع مناطق العالم من خلال شركات متخصصة في مجال بث المعلومات المالية.

٢ – **توقي المخاطرة:** وذلك من خلال إتاحة عقود مستقبلية وخيارات بهدف توقي المخاطرة hedging. والمستفيد الأول من هذه الوظيفة التي تعد أهم وظائف السوق هي الشركات التي تتعامل فعليا بهذه المعادن في صناعاتها؛ حيث تسمح هذه العقود بتجنب المخاطرة التي قد تنتج عن تقلبات الأسعار.

٣ – **المسلِّم الأخير:** تلتزم السوق بتسليم المعادن في حالة حلول وقت تسليمها، وطلب المشتري لذلك. وللقيام بدور المسلم الأخير تقوم السوق بالإذن لمخازن معينة بتخزين أصناف محددة من المعادن. وتبلغ المخازن المرخصة حاليا أكثر من ٤٠٠ مخزن في ٣٢ موقع حول العالم. كما تبلغ أصناف المعادن التي يتم التعامل بها ٤٤٠ صنفا، من ٦٥ دولة. ويلاحظ أن أغلب المضاربين في السوق، والمتداولين في العقود المستقبلية وعقود الخيارات يقومون بتصفية مراكزهم المالية قبل حلول وقت التسليم مما يلغي الحاجة إلى تسليم المعادن والاكتفاء بتسوية المبالغ النقدية التي تنتج عن عملية تسوية المراكز المالية. أما العقود الفورية فهي التي قد يترتب عليها عملية تسليم أو استلام فعلي، وتعكس التغيرات في المخزون المترتبة على العمليات الفورية حالة الطلب والعرض العالمي على المعادن، ومن ثم أسعارها. ولهذا السبب يستخدم التقرير اليومي عن مخزون السوق في تقييم العروض والطلبات التي يعلنها المتداولون في هذه السوق.

---

[١٧] للمزيد عن سوق لندن للمعادن، وأحدث تطوراته ينظر في موقع السوق على شبكة الإنترنت (www.lme.co.uk)

ومما يسهل قيام السوق بهذه الوظائف نمطية العقود المتداولة؛ حيث يتم توصيف المعادن القابلة للتداول في السوق إلى أصناف وفق معايير مختلفة. ولا يدخل أي صنف من المعادن مخازن السوق إلا إذا كان مطابقاً تماماً للمواصفات التي وضعتها السوق لذلك الصنف من حيث الجودة والشكل والوزن. فهذه النمطية تؤدي إلى إيجاد أصول موصوفة بدقة ومثلية وقابلة للتجزئة؛ مما يقلل من احتمال وقوع الغبن بين المتداولين في السوق، ويزيد من سيولته.

مسائل تطبيقية

مسألة (١٢)

كيف تقوم سوق لندن للمعادن باكتشاف الأسعار؟

تمثل سوق لندن للمعادن جزءا من سوق المعادن. فكيف يمكن أن يكون لهذا الجزء دورا بارزاً في تحديد أسعار المعادن التي تتداول في السوق العالمي للمعادن؟ تحقق السوق هذه الوظيفة من خلال دور الموازن للأسعار. فإذا زاد الطلب العالمي على معدن معين من صنف محدد – في ظل بقاء العرض على ما هو عليه - فإن سعره سيرتفع في السوق، وبافتراض أن سعر سوق لندن لم يتغير فإن جزءا كبيرا من الطلب سيتوجه للحصول على المعدن المطلوب من مخازن السوق مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار سوق لندن حتى يتوازن مع السعر خارج السوق. وبالمثل إذا زاد العرض العالمي من معدن معين من صنف محدد – في ظل بقاء الطلب على ما هو عليه – فإن سعره سينخفض في السوق، وبافتراض أن سعر سوق لندن لم يتغير فإن جزءا كبيرا من العرض سيتوجه إلى مخازن السوق مما يؤدي إلى انخفاض أسعار سوق لندن حتى يتوازن مع السعر خارج السوق. وبناء عليه فإن التسليم الذي يزيد أو ينقص من كمية المعادن في مخازن السوق يعكس إلى حد بعيد حالة العرض والطلب العالمي على المعادن. ولهذا السبب يستخدم التقرير اليومي عن مخزون السوق في تقييم العروض والطلبات التي يعلنها المتعاملون في هذه السوق.

وهكذا يتضح أن السوق لا تهدف إلى التعامل الفعلي بالمعادن، حيث أنها تستخدم مخازن المعادن والتسليم الفعلي وسيلة ذات مصداقية لاكتشاف أسعار المعادن. وكلما زادت كفاءة السوق، كانت أسرع في اكتشاف الأسعار، وقل التغير في المخزون. ولهذا يمكن إرجاع انخفاض نسبة العقود التي يتم تسليمها فعلا – من بين عوامل أخرى - إلى كفاءة سوق لندن للمعادن في اكتشاف الأسعار.

ومما يسهل قيام السوق بهذا الدور نمطية العقود المتداولة؛ حيث يتم توصيف المعادن القابلة للتداول في السوق إلى أصناف وفق معايير مختلفة. ولا يدخل أي صنف من المعادن مخازن السوق إلا إذا كان مطابق تماما للمواصفات التي وضعتها السوق لذلك الصنف من حيث الجودة والشكل والوزن. فهذه النمطية تؤدي إلى إيجاد أصول موصوفة بدقة ومثلية وقابلة للتجزئة؛ مما يقلل من احتمال وقوع الغبن بين المتعاملين في السوق، ويزيد من سيولة السوق.

آلية نقل الملكية[١٨]

تتم عملية تسوية الصفقات وفق الخطوات التالية. يتم تنفيذ الصفقات في السوق أثناء المزاد العلني، أو من خلال نظام التداول الإلكتروني LME Select الذي بدء العمل به في بداية عام ٢٠٠١م. ويمثل المزاد العلني، الذي يتم في فترات محددة خلال أوقات عمل السوق، الآلية الأساسية لاكتشاف الأسعار. أما التداول الإلكتروني فمستمر خلال اليوم (٢٤ ساعة) مسترشدا بالأسعار التي يتم الوصول إليها في المزاد. ونظام التداول الإلكتروني هو خاص بالسماسرة الأعضاء ويتم التعامل فيه من حساباتهم فقط، ولكن يمكن الوصول إلى معلومات التعامل التي يتضمنها من خلال الشركات التي تقوم ببث بيانات السوق.

بعد تنفيذ الصفقة يقوم كل عضو طرف في الصفقة بتغذية بيت لندن للمقاصة LCH.Clearnet (شركة المقاصة المرتبطة بالسوق) بمعلومات الصفقة، حيث يقوم البيت بمقارنة الصفقات تمهيدا لمقاصتها. وتتم التسوية وفق مبدأ الطرف المركزي. وهو يعني أن بيت التسوية يقيم نفسه وسيطا بين البائعين والمشترين، فيصبح المشتري من كل بائع، والبائع لكل مشتري. وقيامه بهذه الوظيفة له مزية تقليل مخاطر التسوية التي يتعرض لها كل طرف، حيث يصبح التعامل مع طرف واحد ملتزم بإتمام التسوية بغض النظر عن ظروف الطرف المقابل. ولكنه يزيد من درجة المخاطرة التي يتحملها البيت نتيجة إفلاس أحد الأعضاء. ولهذا يشترط البيت على الأعضاء دعم عمل بيت المقاصة من خلال ١٥٠ مليون جنيه كضمانات بنكية، ومبلغ مماثل لصندوق الحماية ضد الإفلاس، وهو ما يمكنه من حماية الأعضاء ضد خطر إفلاس أحدهم. كما يطلب البيت من الأعضاء – بهدف تقليل المخاطر التي يواجهها - إيداع هامش مرتبط بمقدار الخسارة التي يمكن أن تتعرض لها جميع المراكز المالية للعضو. والهامش قد يكون في شكل مبالغ نقدية، أو ضمان بنكي، وتتم مطالبة العضو بزيادة الإيداع أو الإذن بالسحب منه حسب التغير في صافي المراكز المالية للعضو. وتجب ملاحظة أن المتداولين غير الأعضاء (في بيت المقاصة) لا يتأثرون بعملية المقاصة باعتبار أن تعاملاتهم مبنية على عقود منفصلة مع السماسرة الأعضاء.

ويتم توثيق نقل الملكية في شكل شهادة تفويض تخول حاملها تملك كمية من معدن ذي صنف معين، في مخزن محدد، ويستطيع المشتري استلام ما يملكه فعلا من ذلك المخزن إن شاء، أو إعادة بيع ما تمثله في السوق. وفي عام ١٩٩٩م قامت السوق بتطبيق نظام إلكتروني

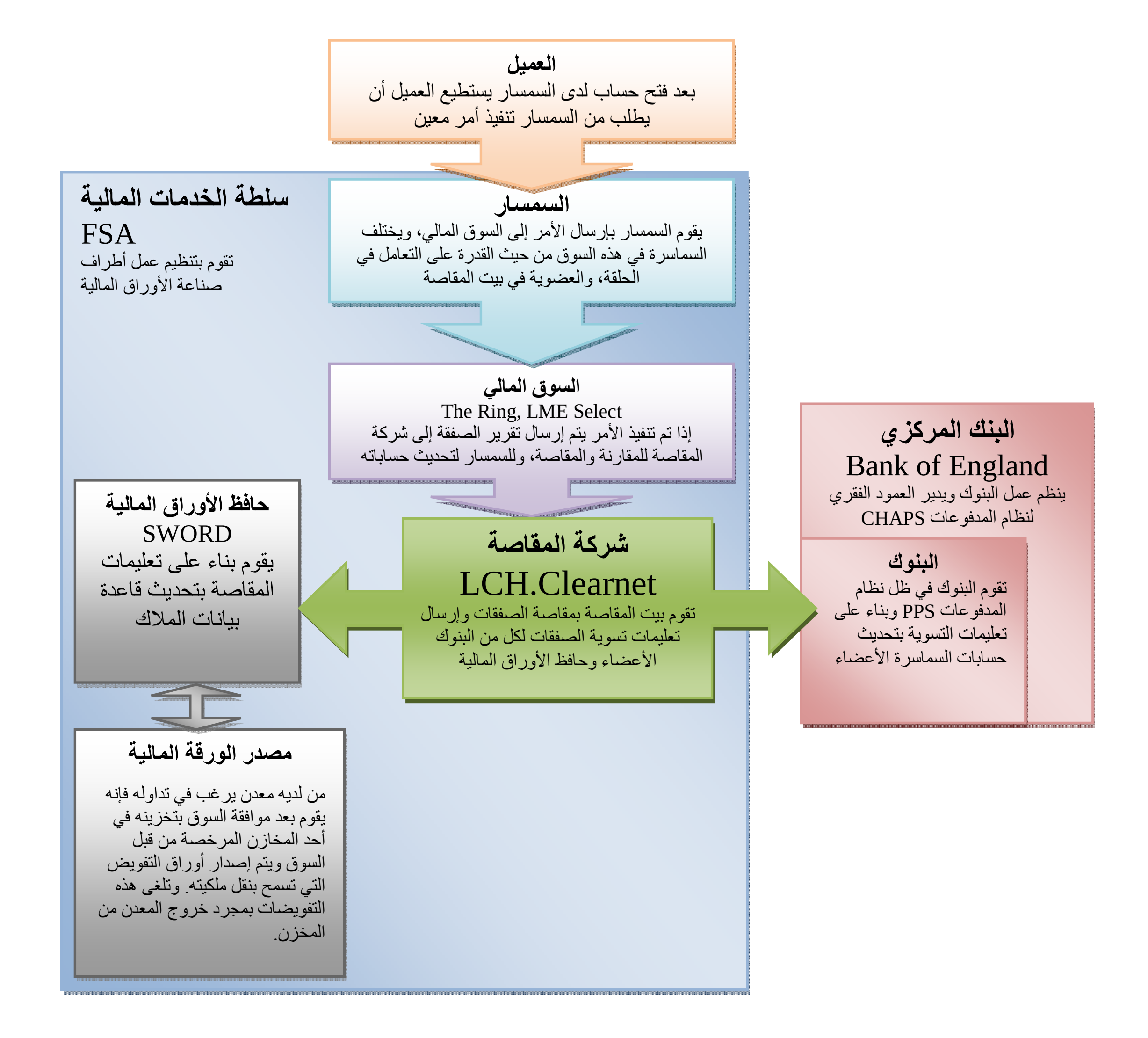
---

[١٨] للمزيد عن آلية المقاصة والتسوية في سوق لندن للمعادن، ينظر في (LCH : 1999) و (LCH : 2000).

للتحويل SWORD بهدف توليد هذه الوثائق وتحويل ملكيتها إلكترونيا. وهذا النظام مشروع مشترك بين كل من السوق وبيت لندن للمقاصة. وقد أدى تطبيقه إلى إلغاء العديد من عمليات المعالجة اليدوية لعمليات توثيق الملكية حيث أصبحت عملية التسوية تتم بصورة مركزية. ويجب التأكيد على أن خيارات التسليم (المكان، المنتج، الشكل) في يد البائع، ولكن يجب أن يكون من الصنف نفسه المحدد في العقد. والتسعير يتم بافتراض أن التسليم سيكون من أحد المخازن، مع تحمل المشتري تكلفة نقل ذلك المعدن من المخزن إلى موقعه. ويشتمل نظام التداول LME Select على خاصية المعالجة المتكاملة للصفقات (STP) من خلال ربط نظام التداول ببيت لندن للمقاصة.

أما تسوية المبالغ المترتبة على الصفقات فتتم من خلال نظام خاص للمدفوعات يسمى Protected Payment System (PPS). وهو نظام يربط بنوك السماسرة ببيت التسوية لتسهيل تحويل المبالغ بين السماسرة الأعضاء في البيت. ويقوم البنك المركزي بتسوية المدفوعات النقدية المترتبة على الصفقات في الأسواق المالية وغيرها من خلال العمود الفقري لنظام المدفوعات في بريطانيا CHAPS. ويوضح الشكل (٦) العلاقة بين سوق لندن للمعادن والأطراف الآخرين في هذه الصناعة.

شكل (٦): مراحل التسوية في سوق لندن للمعادن



٦ ـ ٤ التسوية في سوق العملات

تنطبق الإجراءات المتبعة في تسوية صفقات سوق العملات إلى حد كبير مع تلك المتبعة في الأسواق المالية الأخرى مع عدد من الفروقات التي تقتضيها طبيعة العملات كأصل مالي، وبنية سوق العملات بصفتها سوق غير محكومة بأنظمة دولة واحدة.

فالأصول المالية المتداولة في هذه السوق هي عملات مختلف الدول، التي هي الأثمان في الأسواق المالية الأخرى، وبالتالي تنطوي عمليات البيع والشراء فيها على تبادل مدفوعات نقدية يكون فيها كل طرف بائعاً ومشترياً من الطرف الآخر، فمثلاً من يشتري دولارات بريالات، يبيع في الوقت نفسه ريالات بدولارات، وهكذا بالنسبة للطرف الآخر. وبسبب هذه

الخاصية تسعر العملات كأزواج مرتبة (العملة الأساس / العملة المقابلة). كما تختلف العملات عن غيرها من الأصول المالية أنها لا تدر عوائد مالية كأرباح الأسهم وفوائد السندات، لكنها تتأثر بشكل مباشر بمعدلات التضخم والأحداث العالمية الكبرى. وتعد هذه الخاصية من المزايا التي تسهل تسوية صفقات العملات مقارنة بغيرها من الأصول المالية المدرة للعوائد.

ويتم التداول في سوق العملات من خلال شبكات تداول إلكترونية تربط بين البنوك المركزية، والبنوك التجارية، وصناديق الاستثمار، وكبار شركات الاستثمار، وتجار العملات وسماسرتها. وتتميز السوق بأنها أكبر الأسواق المالية من حيث حجم الصفقات؛ حيث يقدر متوسط قيمة الصفقات في السوق يوميا بما يزيد عن ٢ تريليون دولار أمريكي، وتبعاً لذلك تعد سوق العملات أفضل الأسواق من حيث السيولة. كما تتميز السوق عن غيرها في استمرار التداول فيها لمدة ٢٤ ساعة يومياً خلال خمسة أيام أسبوعياً. ولسيولتها العالية وعدم مركزيتها، تتيح السوق للمتعاملين فيها بعض المزايا التي لا توفرها الأسواق المالية الأخرى، أهمها عدم وجود عمولات على تنفيذ الصفقات؛ حيث يقوم تجار العملات وسماسرتها بتحصيل عمولاتهم من فروقات أسعار البيع والشراء، وعدم وجود قيود على حجم الصفقات وقواعد تداولها عدا ما يفرضه التجار والمتعاملون بالعملات أنفسهم؛ فعلى سبيل المثال يستطيع أي متعامل أن يتداول بكميات كبيرة دون قيود، كما لا يوجد ما يجرّم التعامل في هذه السوق بناء على معلومات داخلية. وتسمح سيولة السوق لتجار العملات وسماسرتها بمنح المتداولين فيها قدرة أكبر على التعامل بالهامش (قد يصل إلى ٢٠٠ ضعف رأس مال العميل).

ويلاحظ أخيراً، أن السوق وجدت في الأساس لخدمة الشركات الدولية التي تحتاج إلى صرف العملات لأغراض وشراء السلع والخدمات والأوراق المالية، وتحويل الأرباح، ودفع رواتب الموظفين ونحو ذلك من الأنشطة الاقتصادية الحقيقية التي تتطلب صرف العملات، ولكن طلب هذه الشركات أصبح لا يمثل حالياً سوى خمس التعاملات في السوق، في حين تأتي بقية التعاملات من المضاربين. كما يلاحظ أن جميع عملات الدول قابلة للتداول في هذه السوق إلا أن سبعاً منها فقط هي المسيطرة على تعاملات سوق العملات، وخاصة تعاملات المضاربة. ولهذا يتميز سوق العملات بقلة الأصول التي يتم تداولها فيها مقارنة بعدد الأوراق المالية التي تتداول بالأسواق المالية الأخرى .

آليات التسوية في سوق العملات

نظراً لعدم وجود حكومة مركزية تشرف على التداول في السوق، فلم يوجد حتى الآن شركة واحدة لتسوية صفقاتها، بل يتم التعامل والتسوية بين أطرافها بناء على اتفاقيات مسبقة، أو الثقة المتبادلة، مع وجود محاولات مستمرة لتطوير آليات لضمان وتسريع عملية التسوية. ونظراً لأن تسوية صفقات العملات يتم في الغالب بين دول مختلفة، فمخاطر الائتمان والسيولة المرتبطة بها تنبع أساساً من اختلاف توقيت عمل نظم المدفوعات في الدول المختلفة، علاوة على الخطر القانوني المرتبط باختلاف أنظمة الدول.

وقد كان انهيار بنك هيرستات (Bankhaus Herstatt) الألماني في عام ١٩٧٤م، وانهيار مجموعة (DBL) في ١٩٩٠م، ثم انهيار بنك (BCCI)، ومحاولة الانقلاب في الاتحاد السوفيتي في عام ١٩٩١م، وما ترتب على هذه الانهيارات والأحداث من آثار سلبية على تسوية العملات التي أبرمت قبلها، السبب الذي دعا البنوك المركزية لدول المجموعة العشر (G10)[١٩] عبر لجنة أنظمة التسوية والمدفوعات (CPSS) في بنك التسويات الدولية (BIS) لوضع استراتيجية طويلة المدى لتقليل المخاطر المرتبطة بتسوية صفقات العملات، ضمنت في تقرير اللجنة الذي أصدرته في ١٩٩٦م.[٢٠] وتتلخص الاستراتيجية في تشجيع مؤسسات القطاع الخاص (البنوك والمؤسسات المالية) على تقليل مخاطر التسوية من خلال ثلاثة مسارات: (١) قيام البنوك منفردة بتحسين آليات قياس وإدارة مخاطر تسوية العملات التي تنفذها عبر الاتفاقيات الموقعة بينها، (٢) التعاون بين البنوك والمؤسسات المالية ذات العلاقة لإنشاء خدمة مشتركة لتسوية العملات، (٣) حث البنوك المركزية على دعم جهود القطاع الخاص في هذا المجال. وقد أشار التقرير إلى عدد من المبادرات الإيجابية التي اتخذت وقت إعداد التقرير مثل أنظمة التصفية والتسوية الثنائية (FXNET, SWIFT, VALUNET)، ونظم التصفية والتسوية المتعددة (ECHO) و (Multinet).

تنفيذاً لهذه الاستراتيجية، حدث تحسن كبير في إجراءات البنوك لمراقبة مخاطر تسوية العملات، كما تم في عام ١٩٩٦م إنشاء بنك التسوية المستمرة المترابطة (CLS) للقيام بوظيفة التصفية والتسوية المتعددة واندمجت معه كل من (ECHO) و(Multinet) في نهاية ١٩٩٧م. ولتقليل مدة التسوية، قامت البنوك المركزية من طرفها بمدّ فترة عمل الأعمدة الفقرية لنظم

---

[١٩] بالرغم من استقرار تسمية مجموعة الدول العشر (G10)، إلا أنها تتكون في الواقع من (١١) دولة هي: بلجيكا وكندا وفرنسا وألمانيا و إيطاليا واليابان وهولندا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية.

[٢٠] عنوان التقرير (Settlement Risk In Foreign Exchange Transactions) وأصبح يعرف فيما بعد بتقرير آلسوب (allsopp) نسبة لاسم رئيس لجنة إعداد التقرير (BIS : 1999).

مدفوعاتها التي تقوم بدور رئيس في تسوية الصفقات التي تتم في هذا السوق. وسيتم فيما يلي عرض آلية التسوية في ظل الاتفاقيات الثنائية، ثم من خلال بنك التسوية (CLS) الذي يتوقع أن يسيطر في المستقبل على الجزء الأكبر من عمليات التسوية.

الاتفاقيات الثنائية:

تتم هذه التسوية في إطار اتفاقيات ثنائية معيارية دولية تستعملها البنوك لتسوية العملات فيما بينها؛ حيث يقوم كل بنك بتوقيع هذه الاتفاقية مع بنوكه المراسلة في الدول الأخرى.[٢١] فإذا قام البنك (أ) بشراء دولارات مقابل جنيهات من البنك (ب) الموجود في دولة أخرى، يتم إرسال تعليمات التسوية إلى مراسلي البنكين في الدولتين، فيقوم مراسل (ب) في دولة البنك (أ) بتحويل الدولارات إلى البنك (أ)، ويقوم مراسل (أ) في دولة البنك (ب) بتحويل الجنيهات إلى البنك (ب). ولا يتم في الغالب تحويل العملات إلى البنكين في الوقت نفسه، خاصة بين الدول التي يكون هناك فارق كبير بين توقيت عمل نظم مدفوعاتها. كما إن كل عملية دفع تتم بشكل مستقل عن العملية الأخرى؛ مما يزيد من عنصر الخطر الائتماني للبنك خلال الفترة التي يكون فيها مركزه المالي مكشوفاً (سلّم وبانتظار الاستلام) والذي قد يتجاوز في بعض الحالات حجم رأسمال البنك.

وتجب الإشارة إلى أن هناك أكثر من نموذج لتنفيذ هذه الاتفاقيات منها: (١) الاتفاق مع بنوك في الدول الأخرى لاستكمال عمليات التسوية من خلال نظم المدفوعات في تلك الدول (٢) احتفاظ البنك بفروع في أكثر من دولة بحيث يصبح عضواً في نظم المقاصة والتسوية العاملة في تلك الدول (٣) الاتفاق بين مجموعة من البنوك لتشغيل نظام مدفوعات يكفل التحويل بين حسابات العملاء في مختلف الدول التي تعمل فيها هذه البنوك (قد تكون التحويلات آنية من خلال المعالجة المتكاملة للصفقات) مع تولي كل بنك استكمال إجراءات التسوية عبر نظام المدفوعات في الدولة التي يعمل فيها. (٤) بيت مقاصة إلكتروني، وقد ظهرت مبادرة خاص لتسوية الصفقات التي تتعلق بسوق التجزئة (الصفقات ذات القيم المنخفضة) ولكنها لم تنتقل بعد إلى حيز التنفيذ.[٢٢]

مسائل تطبيقية

[٢١] تعرف باسم International Foreign Exchange Master Agreement (IFEMA).

[٢٢] تعرف باسم Worldwide Automated Transaction Clearing House (WATCH)، وللمزيد عن هذه المبادرة انظر (WATCH : 1999).

مسألة (١١)

الصفقات ذات التسوية المتراخية والعقود الآجلة

يلاحظ أن تأخر تسوية الصفقات يقرب الصفقات الحالة في الأوراق المالية من حالة العقود المستقبلية. فكلما زادت الفترة بين التنفيذ والتسوية، يبدأ المتعاملون في أخذ التغيرات المتوقعة في السعر عند تحديد سعر الصفقة، وقد يقوم بعضهم بتصفية مركزه من خلال إعادة البيع أو الشراء قبل حلول موعد التسوية ودفع أو استلام الفرق. كما يخلق تزايد الفترة مخاطر ائتمانية تشبه تلك التي تواجهها العقود المستقبلية. ولكن يفترق هذان النوعان فيما يتعلق بمن يستحق الأرباح الموزعة أو الفوائد خلال هذه الفترة. فالذي يستحقها في حالة العقود الآجلة البائع (إذا كان يملك الأصل الذي سيتم بيعه وقت توزيع الأرباح) أما في التسوية المتراخية فيستحقها المشتري. ولكن هذا الفرق غير مؤثر على سلوك المتعاملين؛ إذ يتم تحديد السعر في الحالتين (سعر الصفقة الحال في حالة التسوية المتراخية، أو سعر التسليم الآجل في حالة العقد الآجل) وفق نفس المبدأ العام الذي يحكم اختيار الأسعار في العقود الآجلة ولكن مع تجاهل أو حساب الأرباح التي يتوقع أن يدرها الأصل المالي خلال الأجل. انظر للمزيد (Hull (1997; p 45.

بنك التسوية المستمرة المترابطة (CLS):[٢٣]

أسس البنك، الذي سنشير له اختصار في هذه الفقرة ببنك التسوية، في ١٩٩٦م بنيويورك بمبادرة من مجموعة الدول العشر (G10)، تنفيذاً لتوصية تقرير آلسوب، وبدأ عملة في المقاصة والتسوية عام ٢٠٠٢م. ويقدر أنه يقوم حالياً بتسوية ما نسبته ٤٠% إلى٥٠% من الصفقات التي تتم في سوق العملات. والبنك مؤسسة غير هادفة للربح مملوكة لمجموعة من المؤسسات المالية (بنوك وتجار وصناديق وسماسرة). ويعد بنك التسوية بنك البنوك المركزية فيما يتعلق بالتسوية، حيث يرتبط بشكل آني مع البنوك المركزية ونظم مدفوعاتها الرئيسة، ويزيد عدد أعضاء البنك حالياً عن ٥٧ عضواً، يرتبطون بما يزيد على ٧٦٠ طرف ثالث يستفيدون من خدمات البنك عبر هؤلاء الأعضاء.

---

٢٣ للمزيد عن البنك ودوره المتزايد في تقليل مخاطر التسوية أنظر (Miller and Northcott : 2002) و(Galati : 2002)، بالإضافة إلى موقع البنك على شبكة الإنترنت (www.cls-group.com)

يستخدم البنك آلية الدفع مقابل الدفع (PVP) لتسوية العملات بهدف إلغاء خطر الائتمان المرتبط بالتسوية؛ كما يتم إعمال آلية الدفع مقابل التسليم (DVP) في الأصول المالية الأخرى. وفي هذه الحالة يتم تبادل العملات بين طرفي الصفقة في وقت واحد. ولتقليل حجم التسويات الفعلية، يقوم البنك قبل التسوية بتصفية الصفقات وفق آلية التصفية المتعددة لمجموعة كبيرة من العملات بدأت بسبع عملات، وبلغت حتى الآن (١٥) عملة. ولكل عضو في البنك حساب مقسم إلى حسابات فرعية لكل عملة من العملات التي يقوم البنك بتسويتها. ولتسهيل التسوية يحتفظ بنك التسوية بحساب لدى كل بنك مركزي مشترك في نظام التسوية؛ حيث تتم التسوية من خلال أنظمة المدفوعات التي تشغلها البنوك المركزية.

ويقوم البنك فقط بدور المرتب للتسوية، حيث لا يدخل كطرف ثالث بين الباعة والمشترين كما هو الحال في شركات تسوية الأوراق المالية الأخرى التي تقوم على مبدأ الطرف المركزي المقابل. ولذلك لا يحتفظ بنك التسوية بصندوق لضمان تسوية الصفقات، بل يقوم بدلاً من ذلك بوضع معايير صارمة لضمان التسوية، منها أن يكون العضو خاضعاً لإشراف السلطات النقدية في بلده، ويتمتع بحد أدنى من الجدارة الائتمانية، كما يضع البنك حدوداً على مراكز البنوك المختلفة المالية لدى البنك خلال اليوم فيما يتعلق بحساب كل عمله، أو مجموع الحسابات، وإذا لم يقم أي من طرفي الصفقة بالوفاء بهذه المعايير لا يتم تسوية الصفقة، بل تؤجل حتى تستوفى المعايير المطلوبة لنجاح التسوية.

تقوم المؤسسات المالية بتقديم تعليمات التسوية إلى البنك أو تعديلها أو إلغائها إلى ما قبل الساعة السادسة والنصف (بتوقيت وسط أوربا)، حيث يقوم البنك بعد هذا الوقت بعمليات مقاصة متعددة ينتج عنها المدفوعات المطلوبة من كل بنك، وتبدأ التسوية عند الساعة السابعة مساء، فإذا كانت المدفوعات متوافرة تمت التسوية، أو أجلت التسوية وطلب من البنك تعزيز حسابه، وهناك عدة مواعيد نهائية للتعزيز وإكمال التسوية آخرها الساعة الثانية عشر مساء، والتي يتم قبيلها دفع المبالغ الفائضة إلى كل عضو بعد اكتمال تسوية تعاملاته.

ويعرض الشكل (٧) مراحل وأطراف التسوية في سوق العملات.

شكل (٧): مراحل التسوية في سوق العملات

العميل
بعد فتح حساب لدى السمسار يستطيع العميل أن يطلب من السمسار تنفيذ أمر معين

السمسار
يقوم السمسار بإرسال الأمر إلى سوق العملات

سوق العملات
شبكات تجار العملات حول العالم
إذا تم تنفيذ الأمر يتم إرسال تقرير الصفقة السمسار لاستكمال التسوية

المقاصة والتسوية
يتم مقاصة وتسوية الصفقات من خلال طرفين أو أكثر في ظل اتفاقيات مسبقة لتسوية العملات، أو من خلال بنك التسوية (CLS)

لا يوجد سلطة مركزية منظمة للتداول في سوق العملات

البنوك المركزية
تقوم البنوك المركزية في الدول المختلفة باستخدام نظم مدفوعاتها الرئيسة لتسوية الصفقات في سوق العملات

البنوك
يمكن أن تستخدم البنوك المشتركة في اتفاقيات تسوية نظم مدفوعات خاصة لتسوية الصفقات التي تتم فيما بينها

٧ مستقبل آليات التسوية

في ظل التطور في تقنية الحاسب والاتصالات والاتجاه نحو تحرير التجارة يتوقع أن تحدث تغيرات هيكلية في آليات تسوية الصفقات في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها. ولعل أهم التغيرات المتوقعة ما يلي:

- **تقليل الفترة بين التنفيذ والتسوية**: مع تزايد عدد الصفقات وقيمها، أصبحت مخاطر تسويتها تمثل ضغوطا مستمرة نحو السعي لتقليل هذه المخاطر من خلال تقليل الفترة بين تنفيذ الصفقة وتسويتها. وقد قامت الولايات المتحدة في منتصف عام ١٩٩٥م وبريطانيا في عام ٢٠٠١م بتقليل فترة التسوية من خمسة أيام (T+5) إلى ثلاثة أيام (T+3). وتسعى الصناعة في الوقت الراهن إلى إتمام عملية الانتقال إلى التسوية بعد يوم واحد (T+1) في غضون السنوات القليلة القادمة. ولا شك أن تقليل مدة التسوية يتطلب تسريع عملية معالجة إجراءات

ما بعد الصفقة، والذي يتطلب بدوره الاستثمار في العديد من التقنيات الجديدة التي تمكن من المعالجة المتكاملة للصفقات. ويلاحظ في هذا الصدد أن للتصفية المتعددة التي يتم إعمالها قبل التسوية منفعة اقتصادية؛ حيث تقلل بشكل كبير من تكاليف التسوية؛ ومن ثم حجم الصفقات والمبالغ المطلوب تسويتها فعلياً بمقدار قد يصل إلى ٩٠%. ولهذا لا يتوقع أن تتجه الصناعة في المستقبل إلى التحول الكامل للتسوية الآنية بين أطراف الصفقات مباشرة، لأن التصفية كما يظهر تقلل تكاليف التسوية، والتصفية تتطلب تراخي التسوية عن التنفيذ.

- **ربط الصفقات** locked-in trades: هناك توجه نحو تعميم مبدأ مقارنة الصفقات عند تنفيذها من قبل الأسواق المالية، من خلال تطبيق نظم التداول الإلكترونية. ويؤدي هذا إلى إلغاء حاجة السمسار أو شركة المقاصة إلى مقارنة الصفقات، مما يسهم في تسريع وميكنة جميع الإجراءات التي تتبع تنفيذ الصفقة في الطريق إلى تسويتها. ويعد هذا الإجراء أحد أهم متطلبات الانتقال إلى نظام التسوية الجديد T+1.
- **الحفظ المركزي للأوراق المالية:** فيما أصبح يعرف بالتسجيل المركزي أو الإيداع المركزي للأوراق المالية (Centralized Securities Depository (CSD، والذي يتم فيه حفظ الأوراق المالية في شكل حسابات في مكان واحد بهدف تمكين نقل الملكية من خلال التحويل بين حسابات أطراف الصفقة. ويقوم بهذه المهمة عادة حافظو الأوراق المالية بهدف تقليل الحاجة إلى التسليم الفعلي للأوراق المالية. ونظرا للتطور في مجال التعامل بالأوراق المالية بين الدول المختلفة هناك توجه لقيام حافظ عالمي Global Depository للأوراق المالية يتكون من شبكة من حافظي الأوراق المالية في الدول المختلفة. ويسهل هذا الإيداع أو التسجيل المركزي من عملية نقل الملكية بشكل كبير.
- **اعتماد آلية الطرف المقابل المركزي** (CCP)، التي تقوم فيه شركة المقاصة بوضع نفسها طرفا مقابلا في كل صفقة، فتكون المشتري من كل بائع، والبائع لكل مشتر. والاتجاه متزايد لتعميم هذا المبدأ على المستوى العالمي. ومن فوائده ضمان تسوية الصفقة وبالتالي تقليل المخاطر الائتمانية المتعلقة بالتسوية، وسرية معلومات الأطراف في التعامل (وهو مطلب للعديد من المتداولين)، وتنميط عملية التسوية مما يقلل من تكلفتها، بالإضافة إلى إمكانية استخدام مبدأ التسوية الصافية مما يقلل من حجم المدفوعات.
- **المعالجة المتكاملة للصفقات** (STP)، بهدف ميكنة كل المراحل التي تعقب تنفيذ الأمر حتى تسويته بدون أي تدخل يدوي. وقد تم تبنيها من قبل العديد من المؤسسات المالية العاملة في هذه الصناعة، ويتوقع أن يكون هو الأسلوب السائد في المستقبل. والعوامل التي تدفع صناعة الأوراق المالية نحو هذه المعالجة هي: تقديم خدمات أفضل، والتوجه نحو تقليل الفترة بين

التنفيذ والتسوية إلى يوم واحد، واتساع استخدام التجارة والتعامل الإلكتروني والتعامل عبر الحدود، بالإضافة إلى تقليل تكلفة الصفقات ورفع مستوى كفاءة معالجتها. وتتطلب هذه الآلية من بين أشياء أخرى تنميط الرسائل المتعلقة بالصفقات، وتطوير بنية المعلومات والاتصالات الحالية. وسوف يسهم هذا النظام في تقليل حالات الإخفاق، وبالتالي تقليل مخاطر التسوية، وزيادة الكفاءة من خلال تقليل عدد العاملين في معالجة الصفقات في المكاتب الخلفية. وسوف يعين هذا بلا شك على توجيه جهود الشركات المالية نحو خدمة المتداولين بشكل أفضل بدلاً من الانشغال في تفاصيل إتمام معالجة الصفقات.

- **توحيد المعايير الدولية لتبادل المعلومات المالية** مثل النمط القياسي لتبادل المعلومات المالية (FIX)، الذي يدعم التراسل بين مديري المحافظ الاستثمارية والسماسرة والتجار فيما يتعلق بالأوامر، وتنفيذها. وهذا التطور وإن كان تقنياً بحتاً إلا أنه يسهم بشكل فعال في تسريع تبادل ومعالجة البيانات دون أخطاء. ويعد هذا النوع من التنميط أحد متطلبات البنية الأساسية للمعالجة المتكاملة.
- **تمكين العملاء من الاتصال المباشر بالأسواق**، والتحكم بحساباتهم عبر شبكات الاتصال الإلكترونية، كما يدل على ذلك تزايد عدد السماسرة الإلكترونيين الذين يقدمون خدمة الاتصال المباشر بالسوق عن طريق شبكة الإنترنت. وقد أدى هذا التوجه إلى زيادة استخدام شبكات التعامل الإلكترونية ECNs التي تعمل في الغالب طوال اليوم بدون توقف. ويتوقع أن يؤدي هذا التطور مع مرور الوقت إلى تقليل هامش أرباح الشركات العاملة في هذا القطاع، مما قد يولد ضغطا على الشركات لتقوم بالاندماج في سبيل تحقيق أرباح أعلى. وقد تمت الإشارة إلى بعض حالات الاندماج ضمن ثنايا هذه الدراسة.

٨ ملاحظات ختامية

من خلال مقارنة إجراءات نقل الملكية في الأسواق المالية الإلكترونية بأحكام نقل الملكية في الفقه، يمكن الخروج بالاستنتاجات الأولية الآتية التي قد يكون لها انعكاسات على مسار الاجتهاد الفقهي في هذا المسألة، مع الأخذ في الاعتبار أن الحاجة لا تزال قائمة لبحث إجراءات نقل الملكية ميدانياً، للخروج بتصور دقيق حول الإجراءات الفعلية المتبعة لنقل الملكية في الأسواق المالية، والحقوق القانونية للأطراف المشتركة في الصفقات من حين تنفيذ الصفة إلى وقت تسويتها، تمهيداً للخروج برأي فقهي مؤصل بناء على ذلك.

- تدرك السلطات المنظمة لصناعة تداول الأوراق المالية أنه لا يوجد ما يهدد استقرار الأسواق المالية والثقة فيها أكثر من إخفاق المتداولين في تنفيذ التزاماتهم التي ترتبت على عقد البيع (عند تنفيذ الصفقة)، ولهذا تعمل على وضع أنظمة وبناء مؤسسات تدرأ مخاطر التسوية، ومن أبرزها شركات المقاصة والتسوية، التي تعمل بشكل دؤوب لتطور معايير وآليات تضمن إتمام التسوية، وإن تراخت، بمجرد تنفيذ صفقة. وتصب التطورات الحالية والمتوقعة في المستقبل القريب، والمشار إليها في القسم (٧)، في اتجاه توفير مزيد من الضمانات لتسوية الصفقة بمجرد تنفيذها.
- يلحظ تشابه بعض مصطلحات الفقهاء مع المصطلحات المتعارف عليها في الأسواق المالية مثل الدفع والتسليم. كما تتشابه بعض آليات التسوية مع ما أورده الفقهاء؛ فعلى سبيل المثال تعد آلية التسوية وفق شرط تزامن التسليم مع الاستلام (DVP) تطبيقاً لحق البائع في حبس ما في يده من المبيع حتّى يسلّم المشتري ما في يده من الثّمن.
- تراخي تسوية الأوراق المالية، كما تم تفصيله في هذه الدراسة، تأخير إجرائي delivery delay مثلما يحصل في عقود البيع الناجزة، وليس تأخيراً تعاقديا contracted delay كما في عقود المرابحة والسلم والعقود المستقبلية. وبالرغم من وجود توجه لدى صناعة تداول الأوراق المالية لتقليل هذا التأخير الإجرائي، إلا أنها لا تخطط حالياً لتقليص الفترة إلى أقل من يوم واحد (T+1) لعدة أسباب منها المنافع الاقتصادية للتصفية؛ فالتراخي يسمح بإعمال التصفية، التي تقلل من حجم الصفقات والمبالغ المطلوب تسويتها فعلياً بمقدار قد يزيد عن ٩٥%.
- معظم الصفقات التي يتم تصفيتها، دون الحاجة لتسويتها فعليا، مصدرها المضاربات، التي تحقق إيرادات كبيرة لشركات السمسرة. ومن المرجح أن يختلف الفقهاء في مسألة تزامن القبض والتسوية، بين من يعد القبض متحقق حكماً عند التنفيذ، ومن لا يعده متحققاً إلا عند اكتمال دورة التسوية. وقد يؤدي الأخذ بالرأي الأخير إلى الحد نوعاً ما من المضاربات. غير أن الأخذ بهذا الرأي لا يقضي جذريا على مفاسد المضاربة للمبررات الآتية:
  - أن آليات التسوية يمكن أن تتطور في المستقبل القريب لتصبح التسوية آنياً، بحيث يتلاشى الفرق عملياً بين الرأيين الفقهيين، ومن ثم لا يكون للرأي الأخير أثر في الحد من المضاربات. والدليل على ذلك آلية التسوية في سوق الأسهم السعودية، والتي تتم حالياً بشكل آني.
  - أن المضاربات أصناف؛ بعضها نافع وبعضها ضار، والرأي الأخير يحد من جميع أصناف المضاربة دون تمييز. والأجدى بمنظمي الأسواق المالية أن يتبنوا حلولاً

جذرية لتشجيع الأصناف النافعة من المضاربة والحد من الضارة منها؛ من خلال إتاحة المزيد من المعلومات المؤثرة على قيم الأوراق المالية، وتعزيز دور المتداولين القادرين على تحليل هذه المعلومات، وعكسها بشكل دقيق في أسعار الأوراق المالية.

- الضمان كما بين المدخل الفقهي يكون على البائع بعد العقد وقبل القبض، والمراد بذلك تحمله لتبعة الهلاك أو النقصان أو التعيب الذي يطرأ على المبيع. وفي ضوء المناقشات السابقة فإن الضمان يمكن أن يتعلق بعدة جوانب من عملية التبادل في الأسواق المالية:
  - ضمان تسليم الوثيقة أو الورقة المالية، ويرتبط بمخاطر التشغيل (operational risks) التي تظل قائمة حتى في ظل نظام الإيداع الإلكتروني. ويبقى السؤال: في حالة تعطل الأنظمة لأي سبب، من يضمن تسليم وثيقة الملكية؟
  - ضمان مخاطر تغير السعر السوقي للورقة المالية، وهذا الضمان ينتقل فوراً إلى المشتري وفق ما هو سائد في الأسواق المالية، حتى لو تأخرت التسوية عن العقد.
  - ضمان ما تمثله الورقة المالية من السلع أو المعادن. والأصل أنه في حال تأخر التسوية عن العقد فإن البائع هو الضامن لما قد يطرأ على هذه السلع من التلف، وهذا هو المعمول به في سوق لندن للمعادن، وفق شهادة المختصين.
- فيما يتعلق بسوق العملات، فتتم التسوية عادة خلال يومي عمل، ولا تستخدم آلية الطرف المركزي المقابل في التسوية، بل وفق شرط تزامن الدفع من طرف مع الدفع من الطرف المقابل (PVP). ومعلوم أنه يشترط في الصرف من الناحية الشرعية أن يكون التقابض بين البدلين في مجلس العقد، وقد يترتب على هذا أحكام منها عدم جواز بيع العملات بعد شرائها إلا إذا كانت وفق آلية التسوية الإجمالية الآنية RTGS.
- مع أن التوجه نحو تقليل مدة التسوية قد يعد مسألة فنية بحتة تهدف إلى التقليل من مخاطر التسوية، إلا أن له بعض الانعكاسات على مجال المعاملات في الأسواق المالية بحيث يجعلها أقرب إلى التوافق مع أحكام المعاملات الإسلامية باعتبارها تسرع من انتقال الملكية من البائع إلى المشتري، وهو ما يزيد مساحة المعاملات المشروعة التي قد تعد في ظل النظام الحالي ممنوعة أو مشبوهة. فآنية التسوية تؤدي مثلاً إلى تزامن التنفيذ (العقد) مع الدفع والتسليم (القبض)، فلا يكون هناك أية شبهة في سلامة صرف العملات، والتصرف بالأوراق المالية بعد شرائها، أو بثمن بيعها، كما تقلل من الحاجة إلى الاقتراض بفائدة لتغطية المراكز المالية حتى حلول يوم التسوية.

- من القضايا التي تحتاج إلى نظر فقهي مسألة الإمساك غير المباشر للحسابات المعمول بها على نطاق واسع في صناعة تداول الأوراق المالية. فكما أشارت الدراسة، تمسك شركات السمسرة حساب المتداولين، وتمسك شركات التسوية حسابات شركات السمسرة. ويعني ارتفاع نسبة الصفقات التي يتم تصفيتها قبل تسويتها، والمشار إليها أعلاه، أن الجزء الأكبر من الصفقات في الأسواق المالية تتم تسويتها فعلياً من قبل شركات السمسرة نفسها. بالإضافة إلى ذلك يمكن أن تقدم شركات السمسرة بعض الخدمات الإضافية التي تجعل البيع والشراء الذي يتم في قطاع التجزئة في هذا السوق (مثل متاجرة المضاربين بالأسهم والعملات، وعمليات الشراء والسحب باستخدام بطاقات الائتمان، والبطاقات البنكية) يبدو وكأنه يقوم على مبدأ التسوية الآنية، فيودع السمسار كامل مبلغ الصفقة في حساب المتداول بعد تنفيذ الصفقة مباشرة، ويتيح له بيع الأوراق المالية بعد مرور ثوان على شرائها. وهذا يعني أن المتداول (المستخدم النهائي لخدمات الأسواق المالية) لا يحتاج إلى الانتظار حتى يتم استكمال مراحل التسوية، بل ينتهي الأمر بالنسبة إليه بمجرد تسليمه الثمن أو المثمن فعلياً، أو تقييد هذه العملية في حسابه لدى البنك أو السمسار. ويقوم السمسار من جانبه باستكمال إجراءات التسوية كما تم شرحها في هذه الدراسة. والسؤال الذي يطرح نفسه هو: هل يجب حصر النظر فقط فيما يتم بين السمسار والمتداول واعتبار التسوية بينهما آنية، أم يعمم النظر إلى ما يتم على مستوى الصناعة بأكملها، واعتبار التسوية تبعاً لذلك متراخية.
- وأخيراً، تمثل آلية المقاصة وفق نظام الطرف المقابل المركزي حلا مؤسسياً، يحتاج لمزيد من الدراسة لكونه يقوم على مبدأ التأمين، الذي يمكن أن يطور وفق صيغ شرعية مقبولة لتسهيل التعامل ببعض العقود التي تعد غير مجدية بدون مثل هذه الآلية، كعقود السلم المتوازية.

والحمد لله رب العالمين.

المراجع:

أولاً: مراجع باللغة العربية

١. ابن رشد القرطبي، محمد (١٤٠٥هـ)، **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، دار المعرفة، بيروت، الطبعة السابعة.

٢. ابن قدامة المقدسي، محمد (١٤٠٦هـ)، **المغني**، هجر، القاهرة.

٣. حماد، نزيه (١٤٢١هـ)، **قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد**، دار القلم، دمشق.

٤. الحويماني، فهد (١٤٢٧هـ)، **المال والاستثمار في الأسواق المالية**، الحويماني، الرياض، الطبعة الثانية.

٥. الزرقا، مصطفى (١٩٦٨م)، **المدخل الفقهي العام**، دار الفكر، دمشق، الطبعة التاسعة.

٦. الزرقا، مصطفى (١٤٢٢هـ)، **فتاوى مصطفى الزرقا**، جمع: مجد أحمد مكي، دار القلم، دمشق.

٧. السحيباني، محمد بن إبراهيم (١٩٩٩م) ، **تصميم آلية التعامل في ظل نظام إلكتروني لتداول الأسهم،** بحث قدم في مؤتمر القانون وتحديات المستقبل، جامعة الكويت، الكويت.

٨. السحيباني، محمد بن إبراهيم (٢٠٠٠م) ، **نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية**، المجلة الاقتصادية السعودية، المجلد الأول، العدد الرابع، ٩١-١١١.

٩. سوق الأسهم السعودية (تداول)، **موقع السوق على شبكة الإنترنت**، www.tadawul.com.sa

١٠. السويلمي، عبد الله (٢٠٠١م)، **مشروع تطوير أنظمة سوق الأسهم**، الندوة السنوية الخامسة للاستثمار، المعهد المصرفي، الرياض.

١١. مؤسسة النقد العربي السعودي، **موقع المؤسسة على شبكة الإنترنت**، www.sama.gov.sa

١٢. هيئة السوق المالية، **موقع الهيئة على شبكة الإنترنت**، www.cma.gov.sa

١٣. وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية (١٤٠٧هـ)، **الموسوعة الفقهية**، الكويت، الطبعة الثانية.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية

1. Bank for International Settlements (BIS) (1989), **Report On Netting Schemes,** BIS website, www.bis.org**.**
2. Bank for International Settlements (BIS) (1996), **Settlement Risk In Foreign Exchange Transactions,** BIS website, www.bis.org
3. Bank for International Settlements (BIS) (1997), **Real-Time Gross Settlement Systems**, BIS website, www.bis.org.
4. Bernanke B. (1990), **Clearing and Settlement during the Crash**, *Review of Financial Studies* 3:1, 133-151
5. Blume S. (2000), **The Structure of the US Equity Markets**, Working Paper, The Wharton School, The University of Pennsylvania.
6. Continuous Linked Settlement (CLS), CLS website, www.cls-group.com.
7. Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) (2000a), **A White Paper to the Industry on T+1**, DTCC website, www.dtcc.com.
8. Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) (2000b), **Central Counterparties: Development, Cooperation and Consolidation** (A White Paper to the Industry on the Future of CCPs), DTCC website, www.dtcc.com.
9. Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) (2003), **Straight-Through Processing: A New Model for Settlement**, DTCC website, www.dtcc.com.
10. Galati G. (2002), **Settlement risk in foreign exchange markets and CLS Bank**, BIS Quarterly Review (December), 55-65
11. Hull, J. (1997), **Options, Futures, and Other Derivatives,** Prentice Hall.
12. Kumar V. and G. David (2001), **Global Straight Through Processing,** Working Paper**,** Electronic Data System.
13. London Clearing House (LCH) (1999), **Market Protection,** LCH website, www.lch.com.

14. London Clearing House (LCH) (2000), **Fact Sheet: A Central Counterparty for Equities,** LCH website, www.lch.com.

15. London Metal Exchange (LME), **LME website**, www.lme.co.uk.

16. Miller, P. and C. Northcott (2002), **CLS Bank: Managing Foreign Exchange Settlement Risk**, Bank of Canada Review (Autumn): 13–25.

17. North American Securities Administrators Association, (NASAA) (1999), **Report of the Day Trading Project Group,** NASAA website, www.nasaa.org .

18. Perold A. (1995), **The Payment System and Derivative Instruments**, Working paper, Harvard Business School.

19. Security Industry Association (SIA) (2001), **Securities Industry Briefing Book,** SIA website, www.sia.com**.**

20. Teddy, M. (1995), **Securities Operations: A Guide to Operations and Information Systems in the Securities Industry**, New York Institute of Finance, Prentice Hall.

21. Vogel F. and Hayes S. (1998), **Islamic Law and Finance**, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands.

22. Wiss, D. (1998), **Global Securities Processing: The Clearing Systems**, New York Institute of Finance, Prentice Hall.

23. Worldwide Automated Transaction Clearing House (WATCH) (1999), **Concept Paper for a Global Automated Clearing House**, WATCH website, www.globalach.org